

Gérald Autier

BUFFETT, SOROS, ICAHN, FONDS SOUVERAINS...



LEÇONS de STRATÉGIE des meilleurs INVESTISSEURS

Copyright © 2017 Maxima.

SHOUT
SHARE **IT**



Gérald Autier

BUFFETT, SOROS, ICAHN, FONDS SOUVERAINS...

LEÇONS₃ de STRATÉGIE des meilleurs INVESTISSEURS

Gérald Autier conseille depuis plus de 10 ans des particuliers dans la gestion de leurs intérêts privés. Diplômé du Master en Gestion de Patrimoine de l'Université de Clermont-Ferrand, il a étudié à l'institut du Private Equity de l'Université d'Oxford. Il est Professeur à l'Académie Présidentielle Russe d'Economie Nationale et d'Administration Publique (www.ranepa.ru) où il dispense un cours sur les stratégies d'investissements personnels.

Au fil de ses rencontres, Gérald Autier a conseillé plus de 500 particuliers de professions et de situations différentes (cadres dirigeants de multinationales, banquiers, entrepreneurs, hauts fonctionnaires, restaurateurs, héritiers, sportifs internationaux). Autant de parcours différents, de situations personnelles et professionnelles particulières et de planifications de projets de vie uniques.

Du même auteur aux Éditions Maxima: *Savoir investir, guide pratique pour particuliers avisés.*

Il peut être joint à :

gerald.autier@maxima.fr

contact@geraldautier.com

Suivez-le sur twitter: [@geraldautier](https://twitter.com/geraldautier)



www.maxima.fr

Suivez-nous sur twitter: [@maximaediteur](https://twitter.com/maximaediteur)

Rejoignez-nous sur facebook.com/EditionsMaxima.ViePrivee et facebook.com/EditionsMaxima.VieProfessionnelle

8, rue Pasquier – 75008 Paris

Tel + 33 1 44397400 – infos@maxima.fr

© Maxima, Paris 2017.

ISBN: 978 2 81880 7194.

Tous droits de reproduction, de traduction et d'adaptation réservés pour tous pays.

Préface

L'intelligence consiste, selon moi, à expliquer des choses complexes d'une manière simple que chacun peut comprendre.

C'est l'objectif parfaitement atteint par le livre de Gérard Autier, qui permet à toute personne intéressée par la gestion financière de découvrir et de comprendre cet univers qui semble souvent abscons alors qu'il est devenu une industrie essentielle au fonctionnement de notre économie moderne.

De manière exhaustive, Gérard Autier retrace toute la genèse puis l'évolution des différentes stratégies d'investissement sur les marchés financiers depuis l'après-guerre. Il explique avec beaucoup de pédagogie et des mots simples les diverses méthodes découvertes puis développées avec succès par différents investisseurs, le plus souvent diplômés d'économie dans les meilleures universités.

L'auteur démontre brillamment que ces gestionnaires d'exception, pour la plupart américains, ont réussi grâce au bon sens. Leur approche pragmatique leur a permis de gagner de l'argent sur une longue période quelle que soit l'évolution des marchés financiers : c'est bien le titre, tout à fait approprié, et l'enjeu un peu provocateur de cet ouvrage !

Ce livre intelligent est un excellent outil qui s'adresse également à ceux qui travaillent dans la gestion d'actifs. Il leur donnera un univers de référence précis et documenté sur les différentes stratégies d'investissement et leur permettra de comprendre en détail les raisons qui ont généré des crises majeures sur les marchés financiers comme celle de 2008.

Dans le contexte actuel où l'épargne sans risque n'est plus rémunérée et où la délivrance pérenne d'une performance positive semble une gageure, le lecteur pourra s'inspirer de ces diverses stratégies

d'investissement qui incitent à être actif, critique et créatif dans la gestion de sa propre épargne ou dans celle pour compte de tiers, pour devenir, peut-être, le Warren Buffett du ^{xxi}^e siècle !

Christian Gueugnier
Co-fondateur et dirigeant de La Financière de l'Échiquier

Sommaire

Introduction – À la poursuite de l’Alpha	9
I. La diversification – Bridgewater Associates, le plus grand hedge fund du monde.....	13
II. L’allocation stratégique d’actifs – David Swensen, le modèle de l’Université de Yale.....	21
III. Le rééquilibrage d’actifs – La stratégie du fonds souverain de Norvège.....	27
IV. Le « Buy and Hold » – La stratégie du fonds souverain du Qatar.....	35
V. La gestion indicielle – John Bogle, l’inventeur du fonds indiciel.....	41
VI. L’investissement dans la valeur – Warren Buffett, l’oracle d’Omaha	47
VII. L’investissement dans la croissance – Peter Lynch, le gérant aux résultats extraordinaires	55
VIII. L’investissement à l’étranger – John Templeton, le pionnier.....	61
IX. La vente à découvert – James Chanos, l’homme qui paria contre Enron	69
X. Long / Short Equity – Alfred W. Jones, l’inventeur des hedge funds	75
XI. Le suivi des tendances – Paul Tudor Jones, l’anticipation du lundi noir de 1987.....	81
XII. La stratégie contrarienne – John Paulson et le meilleur coup de tous les temps.....	89
XIII. Intégrer la possibilité d’événements hautement improbables – Le « cygne noir » de Nassim Taleb.....	97

XIV. L'évent driven – Tom Steyer, l'analyse rigoureuse des fusions et acquisitions	105
XV. Le Carry Trade – Bruce Kovner, le précurseur du carry trade	111
XVI. L'arbitrage d'obligations convertibles – Ken Griffin, l'ascension fulgurante	119
XVII. La stratégie Global Macro – George Soros, l'homme qui a fait sauter la Banque d'Angleterre	125
XVIII. L'activisme – Carl Icahn, l'homme qui inquiète jusqu'aux grands patrons des multinationales.....	133
XIX. L'investissement dans le capital-risque – Peter Thiel, Paypal, LinkedIn et Facebook	139
XX. Le Leverage Buy-Out (LBO) – L'OPA de RJR Nabisco par le fonds de capital-investissement KKR	147
XXI. L'investissement immobilier – Sam Zell, l'homme qui danse sur les tombes	155
XXII. L'acquisition d'actifs en difficulté – David Tepper, le roi des acquisitions décotées.....	163
Conclusion	169
Classement de la fortune des investisseurs cités dans cet ouvrage (chiffres au 30/10/2016)	171
Glossaire	173
Remerciements.....	179
Bibliographie.....	181
Webographie – Lien et dernière date d'accès	183

Introduction

À la poursuite de l'Alpha

Les grands investisseurs tels que Warren Buffett, George Soros, John Paulson ou les fonds d'investissement fascinent et parfois inquiètent. Ils peuvent investir sur les marchés financiers, acquérir des stocks d'or ou de pétrole pour les revendre le jour même, racheter des multinationales en faisant appel à la dette, acquérir des biens immobiliers dans plusieurs villes du monde ou utiliser des techniques sophistiquées pour profiter de la baisse des marchés financiers. Ils sont glorifiés, jaloués ou haïs. Dans le milieu de la finance, ils sont respectés, ou craints, pour leur intelligence à comprendre, voire à anticiper avec brio, les évolutions du monde économique. Le particulier se méfie de cette finance internationale distante et donc suspecte. L'investisseur, lui, est parfois perplexe quand il apprend que certaines de ces stars de l'investissement obtiennent des performances supérieures à 30 % par an sur plusieurs années. Par quel miracle est-ce possible ?

Ces stratégies qui peuvent paraître à première vue obscures sont riches d'enseignement pour celui qui veut comprendre le fonctionnement de la finance internationale.

Au cours des trente dernières années, le monde économique s'est considérablement complexifié, incluant toujours plus de nouvelles données et faisant appel à des techniques financières de plus en plus pointues. L'investisseur se doit de connaître les principes de base de la finance s'il souhaite obtenir un rendement satisfaisant ou s'il poursuit l'objectif de réduire le risque qu'il fait courir à ses actifs financiers. Comment dès lors gérer au mieux ses investissements ? Les particuliers, et même les conseillers financiers, ont le tort de s'en remettre à des idées erronées,

voire fallacieuses, ou souvent inapplicables dans ce domaine. C'est le cas, par exemple, lorsqu'un conseiller financier suggère à un client d'acheter des titres au plus bas et de les revendre au plus haut sur les marchés boursiers. C'est également le cas, lorsque certains conseillers financiers jouent à leur avantage de la naïveté de leurs clients pour leur vendre des solutions complexes et, évidemment, coûteuses sous prétexte que ces produits nébuleux peuvent présenter d'excellentes performances. Cette « grande sagesse » est la principale raison qui explique que trop d'investisseurs obtiennent sur le long terme des résultats plus que médiocres, pour ne pas dire mauvais.

De manière assez ironique, lorsque l'on interrogeait Nathan de Rothschild, l'un des investisseurs les plus réputés et écoutés du monde occidental au XIX^e siècle, sur le secret de ses stratégies d'investissement, il répondait qu'il n'achetait jamais au plus bas et qu'il vendait toujours trop tôt.

Il existe des investisseurs qui obtiennent des résultats supérieurs à la moyenne et durables quelle que soit la classe d'actifs concernée (actions, obligations, immobilier, start-ups en création, sociétés non cotées, taux d'intérêts, devises, etc.). C'est le cas par exemple de Peter Lynch qui, à la tête du fonds d'investissement Magellan pendant 13 ans, généra un résultat annuel moyen de 29 %. La première intuition serait de croire que ces grands investisseurs, qui font l'actualité ou dont la réussite financière peut paraître enviable, utilisent des martingales savamment élaborées, bénéficient de secrets bien gardés ou se réunissent en colloques souterrains pour partager des délits d'initiés. Il n'en est rien. Il est vrai que la plupart font preuve d'intuitions géniales. James Simons, statisticien hors pair et fondateur du fonds Medallion, a remarqué qu'il existait une corrélation entre les marchés financiers et les conditions météorologiques. Les marchés avaient tendance à augmenter dans la journée lorsque le ciel était bleu et ensoleillé le matin. Simpliste ? Peut-être, mais la performance de son fonds parle d'elle-même : plus de 35 % par an depuis 1994. Ces investisseurs utilisent, ou pour certains ont élaboré, des stratégies d'investissement applicables par le plus grand nombre et qui tiennent compte du fait qu'avoir raison trop tôt sur les marchés financiers, c'est avoir tort. Leur seul secret, qui est très mal gardé, est la cohérence de leur approche.

Il est évident que toute personne qui s'attèle sérieusement à la maîtrise des stratégies d'investissement et à la compréhension de la finance internationale doit connaître le parcours et les leçons des plus grands investisseurs, tout comme toute personne qui souhaiterait apprendre à jouer du piano ou se perfectionner au tennis s'inspirerait des plus des plus grands pianistes ou des plus grands joueurs de tennis. C'est bien l'approche qu'appliqua le jeune Warren Buffett lorsqu'il décida d'apprendre de Benjamin Graham, le père de la stratégie d'investissement dans la valeur. De manière analogue, les plus grands gérants de hedge funds se sont inspirés d'Alfred Winslow Jones, pionnier de la gestion alternative.

Connaître les stratégies d'investissement des plus grands investisseurs, découvrir les leçons qu'ils souhaitent nous transmettre, c'est apprendre des meilleurs et comprendre leurs objectifs.

Cet ouvrage a vocation à apporter aux investisseurs débutants tout comme aux professionnels une connaissance des différentes stratégies d'investissement, classées par ordre de complexité croissante, utilisées par les plus grands investisseurs. C'est avec des étapes simples et accessibles que l'investisseur pourra les mettre en œuvre. Il disposera, à la fin de la lecture de cet ouvrage, d'une palette plus large de stratégies pour augmenter ses performances et, pourquoi pas, améliorer lui aussi les stratégies des plus grands. Il s'adresse également au particulier pour qui le monde de la finance internationale en général et celui des stratégies d'investissement en particulier semblent d'une grande complexité.

« La plus grande erreur des investisseurs
est de croire que ce qui est arrivé
dans un passé récent présume
de ce qui arrivera dans un futur proche. »

Ray Dalio

I.

La diversification

Bridgewater Associates,
le plus grand hedge fund du monde

La diversification est une technique de gestion du risque. C'est la mise en application de l'adage «Ne pas mettre tous ses œufs dans le même panier». Elle consiste à sélectionner dans un même portefeuille plusieurs investissements avec des caractéristiques différentes et dont les cycles de hausse et de baisse ne sont pas liés entre eux.

Sous l'égide de sa société Bridgewater Associates Ray Dalio a créé plusieurs fonds. Celui qui nous intéresse ici est All-Weather¹. La stratégie de ce fonds repose sur la conviction profonde que la diversification est la quintessence des stratégies d'investissement. La performance historique du fonds tendrait à donner raison à son gérant puisque, entre 1996 et 2016, sa performance annuelle nette de frais est de 7,7 %, incluant, et ceci est notable, un résultat positif durant la crise financière de 2008. Le fonds de Ray Dalio réalisa un autre exploit : celui d'être le fonds qui a généré le plus de profit avec 45 milliards de dollars entre 1975, date de sa création, et 2015. C'est plus que les gains amassés par le fonds de George Soros, créé en 1973. En 2016, Bridgewater Associates est ainsi le plus grand hedge fund de la planète en termes d'actifs gérés avec plus

1 Strategy All-Weather se traduit en français par une « stratégie par tous les temps ».

de 150 milliards de dollars d'actifs, soit l'équivalent du PIB d'un pays comme la Nouvelle-Zélande.

Ray Dalio comprend très jeune l'absolue nécessité de la diversification des actifs. En 1971, Richard Nixon annonce la fin de la convertibilité du dollar en or, mettant ainsi fin à l'organisation monétaire mondiale définie par les accords de Bretton Woods signés en 1944. Le jeune Ray Dalio, frais émoulu de l'Université, essaie alors de comprendre les implications probables sur les marchés financiers de la décision de Nixon. Il déduit de cette décision historique que sur les marchés boursiers les actions devraient s'écrouler le lendemain. Selon lui, si la valeur des titres financiers n'est plus honorée par leur contre-valeur en or, ceux-ci doivent perdre de leur valeur. Le lendemain, à la grande surprise de Dalio, le Dow Jones progresse de presque 4 %. Son échec à comprendre les implications directes de la fin de la convertibilité de l'or l'incite à adopter une approche humble sur les marchés financiers. Il prend conscience que seule une diversification globale des risques peut permettre d'obtenir une performance positive au fil des années. En 1975, il fonde son hedge fund, Bridgewater Associates.

Pour nous faire comprendre la stratégie de All-Weather, Ray Dalio explique que son objectif est de chercher des investissements non corrélés entre eux, idéalement au nombre de quinze, c'est-à-dire des investissements qui ne réagissent pas de la même façon aux nouvelles qui parviennent quotidiennement aux marchés financiers. Malgré les centaines de millions de dollars à disposition de son hedge fund pour les dépenses en recherche et développement sur les marchés, Ray Dalio reconnaît humblement ne pas savoir quel sera le prochain pari gagnant et, au lieu d'effectuer des prévisions hasardeuses, préfère adopter une stratégie de diversification d'actifs. Les différents actifs réagissent diversement à l'environnement économique. Par exemple, les obligations performant mieux pendant les périodes de récession, alors que les actions ont de meilleures performances pendant les périodes de croissance. Dès lors, il ne s'agit pas de chercher à savoir si la prochaine phase économique sera une hausse ou une baisse mais d'avoir une allocation diversifiée dont une partie bénéficiera quel que soit l'environnement économique.

La stratégie de All-Weather n’est cependant pas établie sur une diversification des actifs traditionnelle afin de réduire les risques mais directement sur une diversification des risques, également appelée l’approche de la parité du risque. L’allocation d’actifs du fonds All-Weather distribue les risques sur différentes classes d’actifs. Selon Ray Dalio, l’économie est un jeu à somme nulle, ce qui est perdu sera gagné ailleurs. Il conçoit un cadran d’investissement à deux variables : la croissance économique et l’inflation, considérant que ces phénomènes peuvent être soit en hausse, soit en baisse. Il y inclut ensuite les classes d’actifs en fonction de leur réaction à ces phénomènes.

Le cadran du fonds All-Weather est divisé en deux colonnes «croissance» et «inflation» et en deux lignes «en croissance» ou «en diminution». Chaque compartiment comprend de manière égale 25 % des actifs. Cette diversification lui permet d’être gagnant quel que soit l’environnement économique.

	<i>Croissance</i>	<i>Inflation</i>
<i>En augmentation</i>	Actions Matières premières	Obligations indexées sur l’inflation Matières premières
<i>En diminution</i>	Obligations Obligations indexées sur l’inflation	Actions Obligations

Source : Bridgewater Associates.

La stratégie de diversification des risques ou des actifs intègre le raisonnement de l’économiste Joseph Schumpeter, selon lequel l’environnement économique est par nature cyclique. Il est notable que les effets de la conjoncture économique sur les classes d’actifs (actions, obligations) cotées sur les marchés financiers ne sont pas uniformes. Dès lors, si certains actifs connaissent une phase de baisse, d’autres peuvent connaître dans le même temps une phase de hausse. La diversification des actifs permet de réduire l’exposition à ce risque de marché.

L’investisseur peut diversifier son portefeuille en fonction des classes d’actifs ou au sein même des classes d’actifs.

▣ La diversification par classe d'actifs

On regroupe les différents investissements en fonction de la classe d'actifs à laquelle ils appartiennent. La diversification par classes d'actifs consiste donc à investir sur des classes d'actifs différentes. Par exemple, la classe d'actifs que sont les actions réagissent positivement aux périodes de croissance économique. En période de croissance, les entreprises peuvent réaliser des bénéfices plus importants, ce qui sera favorable à leur valorisation et donc *in fine* à leur cours de bourse. Les obligations réagissent plutôt positivement pendant les périodes de récession, d'une part parce qu'elles servent d'actifs de repli à ceux qui souhaitent vendre leurs actions et, d'autre part, parce que les obligations sont des actifs moins risqués par rapport au risque de faillite que courent les entreprises pendant les périodes de récession. Les périodes d'inflation ont également des impacts distincts en fonction de l'actif considéré. Par exemple, les matières premières, tout comme les actifs tangibles, réagissent positivement en période d'inflation dans la mesure où ces actifs offrent une protection contre l'érosion monétaire. Contrairement aux obligations à coupon fixe dont les investisseurs se désintéressent en période d'inflation importante puisque plus l'inflation est importante, plus la valeur du coupon de ces obligations s'érode.

Les classes d'actifs entre lesquelles un investisseur peut diversifier ses investissements sont :

- les actions,
- les obligations,
- les titres monétaires,
- l'immobilier,
- les devises,
- les parts de sociétés non cotées,
- les matières premières,
- Les actifs tangibles et les actifs de collection.

▣ La diversification au sein des classes d'actifs

Il est également judicieux de diversifier ses investissements à l'intérieur même des classes d'actifs. En effet, dans chaque classe les investissements peuvent avoir des réactions différentes en fonction de leurs caractéristiques. Un investisseur qui disposerait par exemple uniquement d'actions du secteur de l'aviation s'exposerait au risque de hausse du baril de pétrole dans la mesure où cette hausse aura des conséquences négatives sur les bénéfices des entreprises du secteur aérien. À l'inverse, si cet investisseur détenait à la fois des actions des entreprises du secteur aérien et des actions du secteur pétrolier et parapétrolier, il pourrait profiter de la hausse du cours du baril de pétrole. Ce type de diversification est appelée diversification sectorielle. La diversification peut également être géographique dans la mesure où les pays ont des performances économiques inégales au cours du temps.

Liste des diversifications au sein de chaque classe d'actifs :

- diversification géographique (marchés matures, marchés émergents, marchés frontières),
- diversification sectorielle,
- diversification par taille des actifs (actions de PME, actions de multinationales),
- diversification par type d'émetteur (obligations d'Etat, obligations d'entreprises),
- diversification par risque associé (obligations AAA, obligations à haut rendement),
- diversification par type de bien immobilier (immobilier résidentiel, Immobilier d'entreprise, immobilier de logistique).

L'un des principaux intérêts d'une stratégie utilisant le principe de la diversification des actifs réside dans sa simplicité d'exécution. Diversifier des actifs requiert une bonne allocation stratégique (cf. chapitre 2) mais ne requiert pas l'utilisation d'instruments complexes ou dérivés. Cette stratégie est applicable par tout type d'investisseur. À ce propos, la majorité des stratégies des plus grands investisseurs abordées dans cet ouvrage utilise la stratégie de diversification des actifs.

Notons tout d'abord que la diversification répond à la difficulté de choisir le bon moment pour investir. La diversification est un antidote efficace à la difficulté de déterminer ce moment dans la mesure où l'investisseur prend position simultanément sur tous les versants du marché. Le deuxième avantage de cette stratégie est qu'elle peut prémunir l'investisseur contre les périodes de volatilité excessive de son portefeuille. La volatilité du portefeuille correspond à l'amplitude des mouvements que celui-ci connaît, à la hausse ou à la baisse. En diversifiant sur plusieurs types d'actifs et au sein même de ces classes d'actifs, l'investisseur dispose toujours de plusieurs lignes d'actifs disponibles le jour où il souhaitera les utiliser.

▣ Les risques de la diversification

Il existe plusieurs dangers qui émanent d'une stratégie de diversification des actifs. Le premier étant les corrélations cachées entre les classes d'actifs. Ce danger se manifeste si l'investisseur tout en diversifiant sur plusieurs marchés ignore que ceux-ci restent interconnectés ou dépendent les uns des autres. Par exemple, un investisseur qui se positionnera sur le marché des actions russes et sur le marché du pétrole sera en réalité très peu diversifié dans la mesure où l'économie russe reste elle-même très dépendante de cette matière première. Notons comme autre danger d'une diversification mal préparée, celui qui consiste à saupoudrer ses capitaux, c'est-à-dire à diversifier son portefeuille sur un trop grand nombre d'actifs. Au-delà d'un certain nombre d'actifs, il devient difficile pour l'investisseur de suivre correctement l'évolution de son portefeuille. Ray Dalio de Bridgewater Associates recommande de ne pas détenir plus de 15 investissements dans son allocation globale.

On peut naturellement diversifier les actifs, diversifier directement les risques et même diversifier les stratégies. Montrer l'intérêt de ces types de diversification est l'objectif de cet ouvrage.

« Le premier travail de tout investisseur
est de mettre en place
la bonne allocation d'actifs. »

Charlie Munger

II.

L'allocation stratégique d'actifs

David Swensen, le modèle de l'Université de Yale

Mettre en place une allocation d'actifs revient à déterminer la part de chaque investissement dans le portefeuille financier de l'investisseur en fonction du risque que celui-ci est prêt à supporter.

David Swensen est l'un des investisseurs les plus influents de la planète. Il dirige le fonds de dotation de l'Université de Yale pour lequel il a créé une allocation d'actifs spécifique. Le succès des résultats de son allocation d'actifs est tel que celle-ci est imitée par tous les fonds de dotation des grandes universités américaines et par un grand nombre de fonds d'investissements. Le fonds de dotation de l'Université de Yale a réalisé une performance annuelle de 13,8 % depuis sa prise en main de David Swensen en 1985. Cette performance est d'autant plus remarquable que ce fonds l'a atteinte avec une volatilité faible, ce qui sous-entend un risque moindre. L'allocation d'actifs qu'il a définie est désormais connue mondialement sous le nom du modèle de Yale.

David Swensen estime qu'il est possible de battre le marché et que c'est la pertinence de l'allocation d'actifs qui assure la performance du portefeuille. Il recommande d'investir dans six classes d'actifs et de rééquilibrer le portefeuille une fois par an. Il suggère également de privilégier une gestion indicielle si un investisseur ne pense pas pouvoir faire mieux que le marché.

Un groupe d'ecclésiastiques de l'Etat du Connecticut fonde l'université de Yale en 1701. Elle reçoit dès sa fondation des donations sous différentes

formes : terrains, marchandises ou encore de titres de propriété. En 1718, l'Université, alors appelée École Universitaire du Connecticut, reçoit une donation importante d'un marchand philanthrope, Elihu Yale. Les autorités de l'Université décident alors pour lui exprimer leur gratitude de la renommer en son honneur. Au cours du XIX^e siècle, l'Université reçoit un nombre croissant de donations financières qu'elle investit dans différentes classes d'actifs. L'allocation de ces actifs fait état d'un souhait d'une prise de risque limitée : 71 % d'obligations, 16 % de biens immobiliers et 13 % d'actions. L'euphorie boursière qui précède la crise de 1929 incite l'Université à augmenter sa part d'actions. Celle-ci passe à 42 % juste avant la crise. Le krach de 1929 a évidemment des conséquences désastreuses sur la valorisation des capitaux sous gestion. L'Université, échaudée par cette expérience sur les marchés boursiers, prend la décision d'alléger considérablement la part des actions dans son portefeuille pour investir majoritairement dans des titres obligataires réputés plus sûrs. Cette allocation d'actifs est maintenue jusqu'au milieu des années 1950.

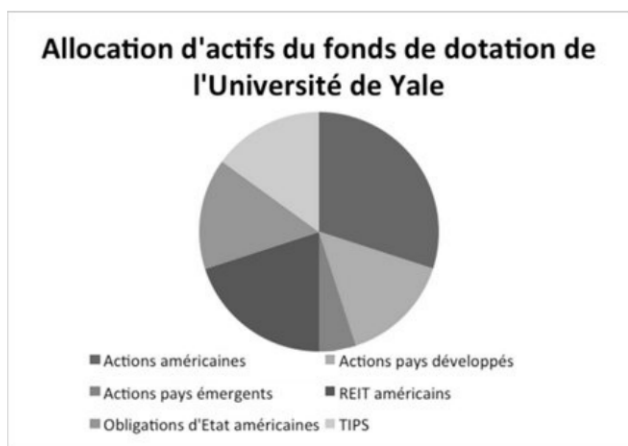
En 1952, Harry Markowitz, doctorant en économie, publie un article sur la théorie moderne du portefeuille où il quantifie les bénéfices d'une allocation d'actifs diversifiée. Ces découvertes se diffusent rapidement dans le monde de la gestion d'actifs et poussent l'Université à une réallocation plus équilibrée vers les classes plus volatiles, comme le sont les actions. Malgré ces efforts, les performances de la décennie 1970 ne sont pas au rendez-vous. Les chocs pétroliers de 1973 puis de 1979 exercent une pression à la hausse sur les prix du pétrole. L'inflation qui en résulte ne permet pas au fonds d'atteindre son objectif de maintien du pouvoir d'achat pour subvenir aux besoins futurs de l'Université en équipement, bourses scolaires et biens immobiliers.

En 1985, David Swensen entre dans l'équipe de gestion du fonds. Diplômé de l'Université du Wisconsin en 1975, il obtient son doctorat en économie à l'Université Yale sous la direction de James Tobin, Prix Nobel d'économie¹. Lorsqu'il rejoint l'équipe de gestion, les actifs du fonds de dotation sont alors répartis comme suit : 62 % d'actions américaines, 10 %

1 Ce « prix Nobel » est en fait le Prix de la Banque de Suède en sciences économiques en mémoire d'Alfred Nobel.

d'obligations, 10 % de liquidités, 9 % d'actifs immobiliers, 6 % d'actions étrangères et 3 % de capital investissement. La nouvelle allocation d'actifs qu'il propose repose en grande partie sur les travaux d'Harry Markowitz mais il suggère une approche novatrice. David Swensen soutient que l'Université pourrait obtenir des retours sur investissements plus importants en diversifiant encore plus son portefeuille que ne le préconise Markowitz. Dans la mesure où le fonds de dotation peut investir sur le long terme, il peut se permettre de sélectionner sur une partie définie du portefeuille des actifs peu liquides et exigeant un engagement de capital sur des longues durées comme le capital-investissement ou les hedge funds. Il propose néanmoins aux particuliers soucieux d'améliorer leur allocation d'actif stratégique, la répartition suivante :

- actions américaines 30 %,
- Real Estate Investment Trust (REIT) américains 20 %,
- actions des pays développés 15 %,
- obligations d'Etat américaines 15 %,
- obligations indexées sur l'inflation (TIPS) 15 %,
- actions des pays émergents 5 %.



Si l'allocation d'actifs stratégique est aujourd'hui adoptée par une grande majorité d'investisseurs, ce n'était le cas jusqu'à l'élaboration de la théorie moderne du portefeuille par Harry Markowitz. Les investisseurs analysaient alors chaque titre financier selon leurs mérites propres et indépendamment de l'impact d'un titre sur le portefeuille global. Or, certains actifs peuvent être corrélés entre eux. C'est le cas par exemple

des sociétés de production d'aluminium et des sociétés automobiles. Une hausse du prix du minerai a un impact négatif sur leurs résultats financiers. C'est la raison pour laquelle, selon Markowitz, il faut considérer les effets du risque (la variance) sur l'ensemble du portefeuille. L'autre découverte de cet économiste est la préférence des investisseurs, à rentabilité égale, pour les allocations d'actifs les moins risquées.

L'investisseur peut construire un portefeuille dont il maximisera le retour sur investissement pour un risque donné, ou bien, pour une rentabilité souhaitée, obtenir le risque le plus faible.

Prenons l'exemple de trois investissements, A, B, C de rentabilité respective espérée de 3 %, 5 %, et 10 %. Pour une allocation pondérée à hauteur d'un tiers pour chaque investissement, nous obtenons une rentabilité globale du portefeuille de 6 %¹. Or, il existe d'autres portefeuilles qui donnent une rentabilité de 6 % en prenant les mêmes investissements A, B et C (comme par exemple 0 % de A, 80 % de B 20 % de C ou 25 % de A, 45 % de B et 30 % de C) avec des niveaux de risques différents. Pour sélectionner l'allocation optimale, l'investisseur doit prendre en compte non seulement le risque de chaque investissement mais également le poids de son impact lors de son inclusion dans son allocation d'actifs.

L'investisseur qui souhaite mettre en place une allocation d'actifs diversifiée doit déterminer la part de chacune des classes d'actifs qu'il souhaite allouer à son portefeuille. Il est évident que chaque investisseur devra se construire une allocation d'actifs qui lui est propre en fonction de son aversion au risque, de ses préférences personnelles et de son horizon d'investissement.

Le modèle de Yale a été constitué dans l'optique d'une détention des actifs sur le long terme. Cette perspective n'est pas forcément celle de tout un chacun.

¹ $(3\% + 5\% + 10\%) / 3 = 6\%$.

Les classes d’actif peuvent être classifiées en fonction de leur horizon d’investissement et du risque de volatilité historique.

Horizon d’investissement

	<i>Inférieur à un an</i>	<i>De 1 à 5 ans</i>	<i>Supérieur à 5 ans</i>
<i>Type d’actifs à privilégier</i>	Liquidités Obligations court terme Titres monétaires	Obligations Immobilier	Actions Immobilier

Aversion au risque

	<i>Grande</i>	<i>Moyenne</i>	<i>Faible</i>
<i>Type d’actifs à privilégier</i>	Liquidités Obligations souveraines	Immobilier SCPI	Obligations à haut rendement Actions Capital-Investissement Matières premières

Une stratégie qui utilise les bienfaits de l’allocation d’actifs bénéficie des avantages de la diversification. Par ailleurs, l’investisseur qui alloue stratégiquement ses actifs optimise au mieux son portefeuille d’investissement dans la mesure où il ne prend pas de risque superflu par rapport à son objectif de rentabilité. C’est donc une stratégie qui réduit le risque du portefeuille de l’investisseur en associant des actifs dont la corrélation est bénéfique pour le portefeuille.

▣ **Les risques de l’allocation d’actifs**

Les deux principaux dangers associés à l’allocation d’actifs sont liés à une mauvaise définition de l’horizon d’investissement et à une aversion au risque mal déterminée. Dans le premier cas, l’investisseur court le risque de ne pas pouvoir utiliser ses capitaux sauf à réaliser une moins-value. Dans le second, il court le risque de subir une volatilité importante de ses actifs.

« La beauté du rééquilibrage d'actifs
périodique est qu'il vous oblige à fonder
vos décisions d'investissements
sur des critères simples et objectifs. »

Benjamin Graham

III.

Le rééquilibrage d'actifs

La stratégie du fonds souverain de Norvège

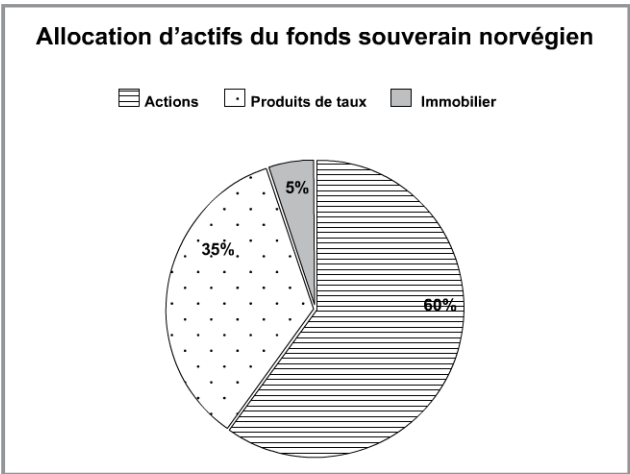
Une stratégie de rééquilibrage d'actifs est la procédure qui consiste à réaligner périodiquement le poids de chaque classe d'actifs dans un portefeuille en fonction d'une allocation initiale prédéterminée.

Créé en 1990, le fonds de pension gouvernemental de Norvège, appelé fonds souverain norvégien, est l'un des plus importants au monde avec plus de 900 milliards de dollars d'actifs sous gestion. Rapporté à la population norvégienne, cela équivaut à 180 000 dollars par habitant. Le fonds de pension gouvernemental norvégien n'est pas, comme son nom l'indique, un fonds de pension¹ mais un fonds qui gère les revenus des surplus des secteurs pétrolier et gazier. Il est géré par la Banque Centrale de Norvège au nom du peuple norvégien. Il perçoit ses revenus de deux sources : des dividendes résultant de sa participation à hauteur de 67 % dans la société pétrolière d'Etat « Statoil », d'une part, des revenus des taxes sur l'extraction du gaz et du pétrole en Norvège, d'autre part. Le retour sur investissement du fonds entre 1998 et 2005 a été de 5,6 % annuellement.

L'objectif affiché de ce fonds est d'assurer des revenus aux générations futures de Norvégiens en investissant sur le long terme les revenus

1 Un fonds de pension est un fonds qui gère les contributions volontaires ou obligatoires de la population active.

provenant des secteurs pétrolier et gazier. Son allocation d'actifs diversifiée repose sur des prises de participation dans des sociétés multinationales à hauteur de 60 %, des obligations à hauteur de 35 % et des actifs immobiliers à hauteur de 5 %. Ce fonds détient en moyenne 1,30 % de chaque société multinationale cotée à l'exclusion des sociétés d'armements ou de production de tabac.



La stratégie du fonds souverain norvégien, telle que stipulée dans ses statuts, consiste à conserver cette allocation d'actifs initiale. Comme toutes les classes d'actifs n'évoluent pas de la même façon, l'allocation du fonds tend à s'éloigner au fil des jours de son allocation initiale. Les gérants doivent ainsi périodiquement rééquilibrer le portefeuille afin de retrouver la répartition initiale. C'est ainsi qu'au deuxième trimestre de l'année 2013 les actions représentaient 64 % de l'allocation globale, au lieu des 60 % souhaités, à la suite de bons résultats du marché action. Cette performance s'est faite au détriment des obligations dont la part est devenue inférieure à l'objectif de 35 % du portefeuille. Le fonds norvégien a ainsi cédé l'excédent d'actions au prorata de la répartition du portefeuille détenu.

Cette stratégie est donc à contre-courant des cycles de hausse et de baisse, en ce que l'investisseur cède ses actifs lorsque ceux-ci ont bien performé, puisqu'ils vont représenter une part plus importante du portefeuille, et acquiert des actifs lorsque ceux-ci viennent de connaître des phases de baisse, puisqu'ils représentent alors une part moindre du portefeuille. À titre d'illustration, à la suite du choc financier engendré

par la chute de la banque d'affaires Lehmann Brothers, la majorité des investisseurs, particuliers et institutionnels, se sont délestés de leurs actions alors que le fonds souverain norvégien respectant scrupuleusement sa stratégie en acquérait. Pour y parvenir, le fonds a dû céder des obligations qui représentaient alors plus de 35 % de l'allocation d'actifs initiale.

La Banque Centrale de Norvège estime que l'application de cette stratégie a généré un gain supplémentaire annuel de l'ordre de 0,5 %.

Pour appliquer cette stratégie, l'investisseur doit avoir établi préalablement une allocation d'actifs stratégique (cf. chapitre 2).

Le principe de la stratégie de rééquilibrage des actifs repose sur l'observation historique que les classes d'actifs évoluent de manière aléatoire et non corrélées entre elles. Aux phases de hausse succèdent des phases de baisse. Cette dispersion des actifs modifie l'allocation initiale de l'investisseur alors que son ambition est de conserver l'équilibre initial de son portefeuille entre risque et rendement. De manière régulière et ordonnée, l'investisseur va céder les actifs qui progressent le plus afin d'acquérir ceux qui progressent le moins.

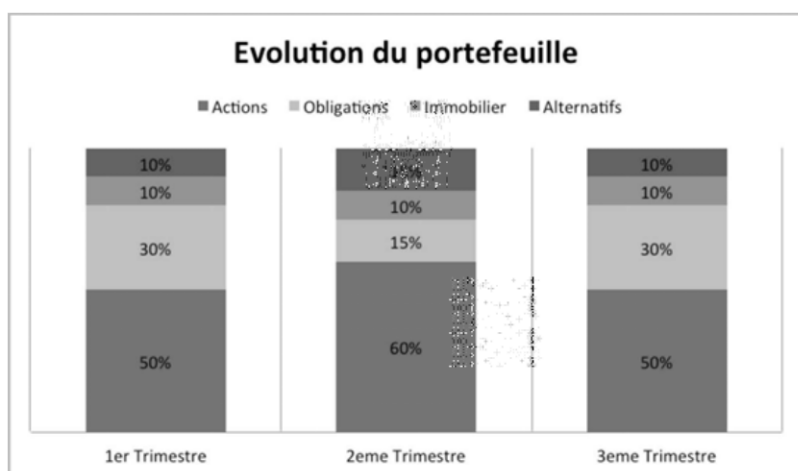
Illustrons cette stratégie avec un investisseur qui répartit son portefeuille de 100 000 euros à hauteur de 50 % en actions, 30 % en obligations, 10 % en actifs alternatifs et 10 % en immobilier. Ses capitaux au premier trimestre sont ainsi alloués :

- 50 000 euros d'actions,
- 30 000 euros d'obligations,
- 10 000 euros d'alternatifs,
- 10 000 euros d'immobilier.

Au deuxième trimestre, la valeur totale du portefeuille s'établit à 120 000 euros du fait d'une progression inégale de chaque classe d'actifs : une évolution très favorable des actions et des alternatifs, une évolution favorable des actifs immobiliers et une mauvaise performance des obligations. Il est alors réparti ainsi :

- 72 000 euros d'actions,
- 18 000 euros d'obligations,
- 18 000 euros d'alternatifs,
- 12 000 euros d'immobilier.

Les obligations ne représentent alors plus que 15 % du portefeuille (18 000 / 120 000) alors que les actions représentent dorénavant 60 % (72 000 / 120 000) des actifs. À la suite de cette évolution, l'investisseur qui souhaite rééquilibrer son portefeuille cédera une partie de ses actions à hauteur de 12 000 euros et de ses actifs alternatifs à hauteur de 6 000 euros. Il réinvestira les plus-values ainsi obtenues (soit 18 000 euros) en obligations. Il détiendra ainsi 36 000 euros d'obligations, soit 30 % du total de ses actifs. Il aura ainsi rétabli la répartition de son allocation initiale. L'investisseur n'interviendra pas sur ses actifs immobiliers même si ceux-ci ont progressé, dans la mesure où leur part de 10 % reste conforme à l'allocation initiale.



Il existe deux critères à prendre en compte pour pouvoir appliquer cette stratégie. Le premier est le seuil du rééquilibrage, à savoir à partir de quelle déviation de l'allocation initiale l'investisseur doit revoir son allocation d'actifs. Le second est la périodicité du rééquilibrage, à savoir la fréquence sur laquelle l'investisseur va apporter ces modifications.

Seuil de rééquilibrage

Les seuils de rééquilibrage généralement utilisés tournent autour de 5 à 10 % de déviance par rapport à l'allocation d'actifs initiale. Plus le seuil est faible, plus l'intervention de l'investisseur sera sollicitée. Les investisseurs institutionnels privilégient 5 %, les investisseurs particuliers 10 %.

Dans notre illustration, un seuil de rééquilibrage de 10 % laisse la possibilité aux actifs de l'investisseur d'évoluer selon la marge suivante :

Entre 45 et 55 % pour les actions, entre 17 et 23 % pour les obligations, entre 9 et 11 % pour les actifs alternatifs et l'immobilier.

Périodicité de rééquilibrage

L'investisseur déterminera la périodicité du rééquilibrage en fonction du temps qu'il peut allouer à sa stratégie. Le rééquilibrage sera au maximum mensuel et au minimum annuel.

Cette stratégie peut être appliquée en déterminant un seuil ou une périodicité de rééquilibrage, ou les deux en même temps.

Dans cette dernière variante, l'investisseur optera pour un rééquilibrage dès que les actifs dépasseront le seuil prédéterminé aux périodes de constatation choisies.

En conservant l'allocation d'actifs initiale, la stratégie du rééquilibrage d'actifs permet de réduire la part la plus volatile du portefeuille qui a naturellement tendance à prendre une place plus importante au fil du temps. Cette stratégie force les investisseurs à vendre les actifs quand ceux-ci sont hauts et à les acquérir quand ceux-ci sont bas. Le biais émotionnel naturel des investisseurs les moins expérimentés est de vendre lorsque les marchés chutent et d'acheter lorsqu'ils montent. La stratégie de rééquilibrage d'actifs est ainsi contre-intuitive mais elle peut s'avérer fructueuse. Pendant le développement de la bulle internet, les investisseurs qui appliquaient cette stratégie ont vendu leurs actions pendant que la bulle gonflait et en ont racheté après son éclatement. Cette stratégie permet, de manière disciplinée et dans la durée, de vendre ce qui a bien progressé et d'acquérir avec les profits ce qui a moins progressé.

▣ Les risques de la stratégie de rééquilibrage

La stratégie de rééquilibrage exige donc une grande discipline de la part de l'investisseur qui doit s'astreindre à une révision périodique de ses actifs et à évaluer continuellement la part de chacune des classes dans son portefeuille. L'investisseur devra être attentif aux coûts de transaction engendrés par les rééquilibrages périodiques de son portefeuille. De manière analogue, il anticipera les conséquences fiscales de la cession de ses actifs. Il privilégiera les enveloppes juridiques ayant peu ou pas d'impacts fiscaux

« Notre portefeuille a pour but de créer de la valeur à long terme pour les générations futures. Il n'est donc pas sujet aux mesures conventionnelles de performance à court terme ou aux tactiques d'optimisation de portefeuille. »

Processus d'investissement
du fonds souverain du Qatar.

IV.

Le « Buy and Hold »

La stratégie du fonds souverain du Qatar

La stratégie «Buy and Hold»¹ consiste à acquérir puis à conserver des actifs sur une longue période sans intervention de la part de l'investisseur, ni modification de l'allocation d'actifs.

L'émirat du Qatar est situé sur la côte sud-ouest du golfe persique. Son sous-sol renferme 25 000 milliards de mètres cubes de gaz naturel, ce qui en fait la troisième réserve mondiale derrière les sous-sols de la Russie et de l'Iran. Après la hausse des prix du gaz naturel entre 2000 et 2005, le conseil suprême des affaires économiques du Qatar décide de créer le Qatar Investment Authority, fonds souverain, dans le but de gérer les investissements de l'émirat. C'est un fonds dont les actifs multi-classes et internationaux sont estimés entre 250 et 350 milliards de dollars. Les investissements du fonds souverain du Qatar sont réalisés en appliquant cette stratégie dite «Buy and Hold» qui se caractérise par une intervention limitée et une vision à long terme.

Le premier fonds souverain de l'histoire est fondé en 1953 par l'émirat du Koweït qui vient d'obtenir son indépendance du Royaume-Uni. Il s'agit alors de gérer les revenus provenant du secteur pétrolier à travers une entité indépendante de la Banque Centrale. La fin des années 1990

1 «Buy and Hold» signifie acheter et conserver

puis surtout le début des années 2000 vont connaître une multiplication des fonds souverains. Cette prolifération est la conséquence, d'une part, de la nécessité pour les pays émergents de disposer de réserves de change importantes en cas d'attaque spéculative sur leurs monnaies et, d'autre part, de la hausse du prix des matières premières qui augmente considérablement leurs réserves de change. L'importance prise par ces fonds en quelques années fait naître des inquiétudes de la part d'un grand nombre de pays. En effet, ces fonds utilisent leur manne financière pour acquérir des participations internationales, notamment dans les secteurs stratégiques. En 2008, sous l'égide du Fonds Monétaire International, un certain nombre de principes¹, motivés par l'exigence de transparence ou encore par l'impératif de la stabilité financière sont adoptés par les fonds souverains. Cette transparence n'est pas systématiquement respectée mais la défiance suscitée incite fortement les fonds à privilégier une attitude de partenaire de long terme qui n'intervient pas, ou peu, dans les décisions stratégiques des prises de participations.

L'objectif du fonds souverain du Qatar est d'investir les revenus actuellement générés par les ressources non renouvelables du gaz et du pétrole pour en créer d'autres qui s'y substitueront à l'avenir. Etant donné la taille des réserves gazières, ce pays investit sur un horizon d'investissement très long. Le fonds du Qatar investit dans toutes les classes d'actifs, tous les secteurs industriels et toutes les zones géographiques. Il n'intervient pas, ou peu, sur les décisions stratégiques des entreprises dans lesquelles il prend des participations. Il se focalise principalement sur des sociétés ayant un avantage concurrentiel durable et une position dominante sur leur marché.

Son allocation d'actifs actuelle est principalement constituée d'immobilier européen et de participations dans des sociétés multinationales. Il est, par exemple, le premier détenteur d'immobilier à Londres et détient des parts significatives de sociétés comme Volkswagen, EADS, Lagardère, Total, Technip, Royal Dutch Shell ou encore Vinci.

On peut illustrer la stratégie appliquée de « buy and hold » par l'exemple du scandale Volkswagen. En 2015, il est révélé que ce constructeur

1 Appelés Principe de Santiago

automobile a organisé une fraude aux règles anti-pollution sur le marché américain. À la suite de ces révélations, le titre de l'action chute de 23 %, indiquant qu'un grand nombre d'investisseurs se délestent de leurs actions par crainte des conséquences sur la profitabilité de l'entreprise. Ce n'est pas le cas du fonds souverain du Qatar qui, malgré une année difficile, reste un actionnaire stable pour la société allemande.

La stratégie «Buy and Hold» repose sur les théories de l'efficience des marchés. En 1970, l'économiste Eugène Fama démontre que sur un marché suffisamment liquide, le cours des titres financiers est correctement évalué au regard des informations disponibles. Les actifs ne sont donc jamais sous-évalués ni surévalués. Il n'y a pas d'intérêt financier à intervenir activement sur les marchés financiers, la meilleure stratégie à suivre est de conserver les titres sur le long terme (d'où le nom de stratégie «Buy and Hold»). Cette conclusion est depuis lors l'une des théories de la finance les plus discutées et contestées, par ses partisans et ses adversaires. En 1990, le *Wall Street Journal* souhaite trancher la question. Il fait lancer des fléchettes à des singes sur un journal financier afin de sélectionner des titres. Le journal soutient que si les marchés sont efficients, la performance des titres financiers sélectionnés par les singes ne devrait pas être différente de celle d'analystes financiers. Au contraire, si les marchés ne sont pas efficients, c'est-à-dire si une analyse cognitive peut déterminer la véritable valeur des actifs financiers, alors les analystes financiers doivent obtenir une performance bien supérieure à celle des singes. À la fin de l'expérience, qui dura quelques années, il n'y a effectivement pas de différence notable entre la performance des actifs sélectionnés par les singes et celles de ceux sélectionnés par les analystes financiers, ce qui confirme les conclusions d'Eugène Fama.

La mise en place d'une stratégie «Buy and Hold» est d'une grande simplicité puisqu'elle ne requiert aucune intervention de la part des investisseurs une fois qu'ils ont déterminé leurs allocations d'actifs (cf. Chapitre 2). C'est une stratégie appliquée par des investisseurs qui ont un horizon d'investissement de long terme. On distingue généralement trois types d'horizon d'investissement. Le court terme pour les investissements inférieurs à un an, le moyen terme pour les investissements

sur des périodes supérieures à un an et inférieures à 8 ans et le long terme pour les investissements supérieurs à 8 ans.

La stratégie «Buy and Hold» est idéale pour des investisseurs qui peuvent être tentés de céder une partie de leur portefeuille sous le coup de l'émotion lors de période de grande volatilité. Dans la mesure où l'investisseur investit sur le long terme, il se refuse à vendre ses positions au mauvais moment. Les coûts de la mise en place de la stratégie sont minimisés puisque l'investisseur réalise moins de transactions.

▣ **Les risques de la stratégie «Buy and Hold»**

Il existe néanmoins quelques dangers à l'application de cette stratégie. L'investisseur qui l'applique peut se retrouver avec une surreprésentation d'un certain type d'actifs par rapport aux autres classes d'actifs. En effet, les actions prendront, au fil du temps, une place plus importante dans une allocation d'actifs au départ équilibrée. Par ailleurs, en adoptant une stratégie «Buy and Hold», il prend le risque de conserver des positions perdantes qui ne redeviendront jamais positives. L'investisseur pourra toujours se rassurer en se disant qu'il investit sur le long terme, mais, comme l'a ironiquement noté l'économiste John Maynard Keynes pour justifier l'application de politiques conjoncturelles, à long terme, nous serons tous morts. La réflexion est valable pour la gestion d'actifs.

« Sur les marchés financiers,
il y a un investisseur perdant pour
un investisseur gagnant, en moyenne
les investisseurs gagnent le rendement
de ce marché moins les frais. »

John Bogle

V.

La gestion indicielle

John Bogle, l'inventeur du fonds indiciel

La gestion indicielle est une stratégie d'investissement passive qui consiste à répliquer la performance d'un indice boursier.

John Bogle est l'un des plus grands investisseurs américains. Il est le fondateur du groupe Vanguard, aujourd'hui l'un des groupes majeurs de la gestion d'actifs avec plus de 3 000 milliards de dollars sous gestion, et l'inventeur d'un style de gestion particulier, la gestion indicielle. Il a formulé ses principes d'investissement dans un livre¹ qui est rapidement devenu un classique de la bibliothèque des investisseurs financiers. La réussite de John Bogle a été consacrée en 1999 par l'éminent magazine américain *Fortune* qui l'a désigné comme l'un des quatre géants de la finance aux côtés de Warren Buffett, George Soros et Peter Lynch.

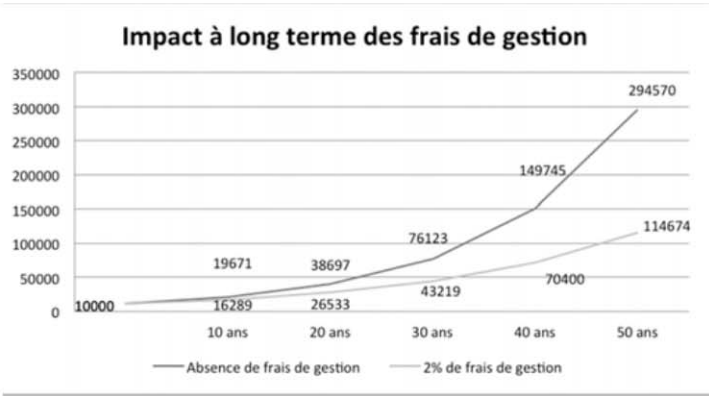
Issu d'une famille durement touchée par la grande dépression qui suivit le krach financier de 1929, John Bogle se consacre à l'université à l'étude d'un sujet encore peu traité à l'époque, celui de l'univers des fonds communs de placement. Son diplôme en poche, c'est assez naturellement qu'il se fait recruter par une société de gestion. Dès son arrivée, le gérant de l'époque déclare que le jeune John Bogle en connaît plus sur les fonds d'investissement que l'équipe de gestion

1 *Common sense on mutual funds*, John Wiley & Sons, 1999.

elle-même. Sa brillante compréhension des mécanismes de fonctionnement des fonds lui permet de devenir rapidement le gérant de l'un d'entre eux. En 1974, alors âgé de 35 ans, il crée le groupe de gestion de fonds commun de placement Vanguard avec l'objectif d'appliquer ses principes et ses méthodes de gestion. Il ne se contente pas de gérer des capitaux, il continue ses recherches fondamentales sur l'industrie des fonds communs de placement dans le but d'appliquer ses conclusions pour améliorer le fonctionnement des fonds d'investissement.

Les observations de John Bogle l'amènent à deux conclusions majeures. La première est qu'investir n'a de sens que si l'investissement est réalisé sur une période très longue. Un investissement sur le long terme est le seul qui puisse apporter à l'investisseur une rentabilité suffisante eu égard aux soubresauts que peuvent connaître les marchés financiers. La seconde est que les fonds traditionnels, trop chargés en frais, obtiennent des résultats médiocres et régulièrement inférieurs à ceux du marché boursier dans son ensemble. Il va même plus loin en estimant qu'aux yeux des gérants de fonds l'intérêt des investisseurs ne passe pas en premier. En se basant sur les travaux de l'économiste William Sharpe qui démontrent que la performance des fonds d'investissement se porte mieux dès lors que les frais de gestion sont plus faibles, il démontre que la performance des fonds communs de placement traditionnels est égale à la performance globale du marché amputée des frais de gestion moyen de l'industrie financière. John Bogle a alors l'intuition géniale de créer le premier fonds indiciel dont la fonctionnalité est de répliquer purement et simplement l'évolution de l'indice Standard & Poor's. Ce type de gestion ne fait pas appel à une analyse quotidienne des marchés financiers, elle permet donc de bénéficier de frais de gestion très bas à l'inverse des fonds communs de placement traditionnels. La question qui agitera une partie de la communauté financière dans les années qui suivent la création des fonds indiciels sera de savoir qui des fonds passifs ou des fonds gérés activement obtiennent les meilleurs résultats. John Bogle a un avis tranché sur la question. Il considère que ce serait de la folie de choisir un fonds commun de placement avec l'espoir de battre le marché sur le long terme, surtout dans la mesure où celui-ci est amputé annuellement de ses frais de gestion.

Pour comprendre l'impact des frais de gestion, considérons deux investissements donnant un rendement annuel de 7 % sur une mise de départ de 10 000. La différence sur une durée de 50 ans entre un fonds sans frais de gestion et un fonds avec 2 % de frais de gestion est de près de 180 000.



Pour l'investisseur qui souhaite appliquer ce type de stratégie, l'approche est relativement simple à mettre en œuvre : il peut obtenir une performance identique à celle d'un indice de référence en faisant l'acquisition proportionnelle de toutes les actions qui le constitue, ou acquérir un fonds indiciel ou bien encore acquérir un tracker dont l'objectif sera de répliquer l'indice boursier.

Liste des principaux indices boursiers

Allemagne	DAX 30	indice représentant les 30 valeurs majeures de la bourse de Francfort
Argentine	Merval	indice représentant les 15 valeurs majeures de la bourse de Buenos Aires
Autriche	ATX	indice représentant les 20 valeurs majeures de la bourse de Vienne
Belgique	BEL20	indice représentant les 20 valeurs majeures de la bourse de Bruxelles
Brésil	IBOVESPA	indice représentant les 50 valeurs majeures de la bourse de São Paulo
Canada	S&P/TSX 60	indice représentant les 60 valeurs majeures de la bourse de Toronto

Chili	IPSA	indice représentant les 40 valeurs majeures de la bourse de Santiago du Chili
Chine	SSE Composite	indice représentant les 50 valeurs majeures de la bourse de Shanghai
Colombie	COLCAP	indice représentant les 20 valeurs majeures de la bourse de Bogota
Espagne	IBEX35	indice représentant les 35 valeurs majeures de la bourse de Madrid
États-Unis	Dow Jones Industrial Average	indice représentant les 30 valeurs majeures de la bourse de New York
États-Unis	Standard's & Poor 500	indice représentant les 500 valeurs majeures de la bourse de New York
France	CAC40	indice représentant les 40 valeurs majeures de la bourse de Paris
Grèce	Athex 20	indice représentant les 20 valeurs majeures de la bourse d'Athènes
Hong Kong	Hang Seng	indice représentant les 50 valeurs majeures de la bourse de Hong Kong
Inde	Sensex	indice représentant les 30 valeurs majeures de la bourse de Mumbai
Israël – TA	100 Index	indice représentant les 100 valeurs majeures de la bourse de Tel Aviv
Italie	MIB	indice représentant les 40 valeurs majeures de la bourse de Milan
Japon	Nikkei 225	indice représentant les 225 valeurs majeures de la bourse de Tokyo
Mexique	IPC	indice représentant les 35 valeurs majeures de la bourse de Mexico
Pays-Bas	AEX	indice représentant les 20 valeurs majeures de la bourse d'Amsterdam

Pologne	WIG	indice représentant les 20 valeurs majeures de la bourse de Varsovie
Russie	MICEX	indice représentant les 30 valeurs majeures de la bourse de Moscou

La gestion indicielle est une stratégie d'investissement passive. Elle est adaptée pour les investisseurs qui souhaitent être positionnés sur les marchés financiers mais qui ne souhaitent pas gérer activement leurs capitaux. Dans la mesure où cette stratégie ne requiert pas de gestion active, elle offre l'avantage de n'être soumise qu'à des frais peu importants. C'est la raison pour laquelle ce type de gestion est souvent déconsidéré par les conseillers financiers. Le revers de la médaille est que cette stratégie ne répond pas à la question de la sélection du type d'indice ou à la prise en compte des effets de la conjoncture économique et élude la question primordiale de la diversification des actifs. L'investisseur n'obtenant ni plus ni moins que la performance de l'indice. C'est la raison pour laquelle l'investisseur Warren Buffett recommande ce type de stratégie aux investisseurs débutants.

« Investissez seulement dans une société
que vous seriez heureux de posséder
si les marchés financiers devaient
fermer pendant 10 ans. »

Warren Buffett

VI.

L'investissement dans la valeur

Warren Buffett, l'oracle d'Omaha

La stratégie d'investissement dans la valeur consiste à acquérir des sociétés dont la valeur intrinsèque, calculée sur la base d'informations comptables, est supérieure à la valeur du marché.

De nombreux ouvrages ont été écrits sur Warren Buffett. C'est incontestablement l'investisseur le plus connu au monde, respecté pour ses choix d'investissements et son approche. Il doit sa renommée internationale à la performance de sa société d'investissement, Berkshire Hathaway, dont le retour sur investissement annuel aura été de 24 % sur une période de 32 ans. Cette performance extraordinaire permet à Warren Buffett de devenir l'un des hommes les plus riches du monde avec une fortune totale estimée en 2016 à plus de 62 milliards de dollars.

La méthode de Warren Buffett a inspiré un grand nombre d'investisseurs et les lettres qu'il rédige à destination des actionnaires de Berkshire Hathaway sont parmi les plus attendues du milieu des investissements. L'engouement autour de Warren Buffett est tel que certains investisseurs particuliers sont prêts à dépenser des fortunes pour avoir le privilège de déjeuner avec lui. En 2015, un particulier a payé aux enchères un déjeuner plus de trois millions de dollars.

Le jeune Warren acquiert à l'âge de 11 ans ses trois premières actions pour 38 dollars. Il investit alors dans la société Cities Service Preferred. Il les revend après quelques semaines avec un léger profit de 6 dollars. L'action atteindra quelques mois plus tard 200 dollars, ce qui lui enseignera les vertus de la patience. Durant sa jeunesse, il passe une partie de son temps libre à écouter les discussions entre son père, propriétaire d'une société de courtage en actions, et des investisseurs. Il est plus tard admis à l'Université de Columbia où il fait la connaissance du légendaire Benjamin Graham, auteur du livre *L'Investisseur Intelligent*¹, qui dispense des cours sur l'analyse boursière. C'est sous sa férule que Warren Buffett apprendra à évaluer des entreprises selon les modalités de l'investissement dans la valeur.

En 1961, quelques années après sa sortie de l'Université, il acquiert une société de textile qui connaît des difficultés financières. C'est Berkshire Hathaway. S'il ne réussit pas à la redresser, il utilise ses connaissances d'investisseur chevronné pour faire l'acquisition de deux sociétés d'assurance qui lui paraissent sous-évaluées. Ces acquisitions se révéleront très fructueuses. Warren Buffett utilise la stratégie de l'investissement dans la valeur, qu'il a apprise auprès de Benjamin Graham, pour multiplier les acquisitions tout au long des décennies suivantes. C'est un succès hors du commun qui fera de Berkshire Hathaway un actionnaire de premier plan d'un grand nombre de sociétés américaines. À la fin de l'année 2015, cette société détient des participations dans plus d'une centaine d'entreprises (parmi lesquelles Coca-Cola, American Express, GEICO, IBM, Wells Fargo, Netjets) pour une valeur d'actifs de plus de 550 milliards de dollars.

La stratégie d'investissement de Warren Buffett est édictée selon des principes définis qu'il rappelle chaque année lors de l'assemblée générale de Berkshire Hathaway. Selon lui, la théorie moderne du portefeuille d'Harry Markowitz est imparfaite, la valeur intrinsèque d'une société n'étant pas toujours reflétée par son cours de bourse. Il convient

1 La quatrième édition, révisée et augmentée d'une préface de Warren Buffett, est publiée chez Valor en 1998.

donc d'analyser avec rigueur sa valeur avant d'y investir. Parmi les principes d'investissement de Warren Buffett, il est à signaler son intérêt pour la détention d'actions sur une longue période. Sa participation dans American Express, depuis le début des années 60, en est l'exemple frappant.

À la fin des années 1990, il informe ses actionnaires que ce ne sont pas les sociétés qui innovent qui l'intéressent. Il reste soigneusement et judicieusement à l'écart des sociétés technologiques lors de la vague internet. Il suggère aux investisseurs de n'investir que dans les sociétés dont ils comprennent le modèle économique et qui produisent des biens ou des services dont les gens ne peuvent se passer (Coca-Cola, Wal-Mart, Heinz en sont quelques exemples).

Il souligne enfin que la société dans laquelle on investit doit également posséder un avantage compétitif durable, c'est-à-dire une notoriété internationale ou un modèle économique à coûts réduits (low-cost), ce qui rend ardue la tâche d'éventuels nouveaux concurrents.

Ces principes ne sont pas suffisants pour qu'une société soit potentiellement intéressante pour Warren Buffett. Pour ce faire, elle doit remplir les six critères suivants :

1. Générer 75 millions de dollars de chiffre d'affaires minimum.
2. Générer un chiffre d'affaires consistant sur les 10 dernières années.
3. Etre peu endettée : la dette doit être inférieure à 5 fois les bénéfices, et avoir une rentabilité sur capitaux propres d'au moins 15 %.
4. Etre gérée par une équipe expérimentée.
5. Avoir un modèle économique simple sans avoir recours à une technologie absconse.
6. Démarrer la négociation d'investissement à un prix de vente connu (le cours de bourse ou un prix proposé par le vendeur) (Buffett refuse de se prêter à des discussions préliminaires sur la base d'un prix inconnu).

Bien entendu, il souligne que l'intérêt n'est pas gage d'investissement. Encore faut-il pour cela que la valeur intrinsèque de cette société soit significativement inférieure à celle de son cours de bourse.

Pour cela il utilise plusieurs indicateurs :

- **Les flux de trésorerie doivent être positifs.** Les flux de trésorerie disponibles sont les flux générés par l'activité économique de l'entreprise. Ils permettent de savoir si la société est capable de saisir de nouvelles opportunités de développement ou de payer des dividendes. Le calcul est le suivant : Flux de trésorerie = Excédent Brut d'Exploitation – Variation du Fonds de Roulement – Impôts – Investissements nets.
- **Le ratio augmentation du bénéfice par action sur les réserves comptables par action doit être supérieur à 12 %.** Pour le calculer, il faut tenir compte de l'augmentation du bénéfice par action (sur les dix dernières années) divisé par le montant total des réserves comptables par action sur cette même durée. Cet indicateur donne une idée de ce que l'équipe de gestion a produit pour les actionnaires au cours des dix dernières années.
- **Le ratio bénéfice sur cours doit être supérieur aux taux des obligations d'Etat à 10 ans.** Il se calcule de la manière suivante : Bénéfice par action / Prix de l'action.
- **Le taux de rendement interne doit être supérieur à 15 %.** Pour le calculer il faut auparavant calculer la valeur que la société aura dans 10 ans. À cette fin, on calcule le taux moyen de croissance du bénéfice par action sur les 10 dernières années qui permet d'obtenir une estimation du bénéfice par action dans 10 ans. Dans un deuxième temps, on calcule le price earning ratio moyen des 10 dernières années. En divisant le bénéfice par action par le price earning ratio moyen, on obtient la valeur future la société. Pour que ce calcul soit valide, il faut bien entendu que l'activité économique de la société ne repose pas sur une découverte capitale ou un changement de paradigme. Une fois la valeur future de la société obtenue, on déduit le taux de rendement interne. La formule peut s'obtenir aisément sur une calculatrice financière (PV, FV, PMT, I) où PV est la valeur présente de la société, FV, la valeur future qui vient d'être calculée, PMT le nombre d'années à savoir 10, et I le taux à déterminer.

Le facteur déterminant pour l'investisseur qui souhaite appliquer cette stratégie est la valeur intrinsèque de la société. Sa mise en œuvre est

proche de la stratégie contrarienne (cf. chapitre 12) dans le sens où l'investisseur prend ses positions sur le marché lorsque les autres investisseurs vendent les leurs. C'est ainsi que les périodes les plus propices pour investir sont celles qui suivent l'éclatement de bulles financières ou après l'annonce d'une mauvaise nouvelle (un rappel de produits pour cause d'un défaut), de nombreuses actions se trouvent alors décotées par rapport à leur valeur intrinsèque. L'investisseur sera attentif aux mauvais résultats de l'une des branches d'une société. Si la société décide de céder cette branche, les résultats financiers de la société sans cette branche s'en trouveraient substantiellement améliorés.

Il est évident que ce type de stratégie exige une étude patiente et minutieuse des rapports financiers. Cette exigence limite le nombre de sociétés sur lequel l'investisseur pourra consacrer le temps de l'analyse. Benjamin Graham recommande une diversification dans 10 à 30 sociétés.

La mise en application de cette stratégie repose sur la maîtrise de quelques critères financiers. Le premier d'entre eux est la marge de sécurité. La marge de sécurité est le ratio de la valeur de l'action en bourse sur la valeur intrinsèque de la société. Cette valeur doit être au minimum de deux tiers (une société qui cote 66 euros doit avoir une valeur intrinsèque minimale de 100 euros).

Le price earning ratio (PER) est également l'un des indicateurs primordiaux aidant à la sélection de sociétés sous évaluées. Il doit être le plus faible possible. L'investisseur doit garder à l'esprit que les price earning ratio ne peuvent se comparer qu'entre sociétés d'un même secteur et utilisant les mêmes pratiques comptables. Si la moyenne du secteur est un PER de 20, une société présentant un PER de 15 pourra être analysée minutieusement.

Le ratio PEG (PER / Croissance des bénéfices d'une année sur l'autre) est également un ratio stratégique. Il indique si une société sous-évaluée est en croissance. Ce ratio sera idéalement inférieur à 1.

Le ratio de liquidité générale permet de savoir si l'entreprise a la possibilité de payer ses dettes à court terme. Il se calcule de la manière

suivante : actifs circulant (actifs les plus liquides) / passif à court terme (dettes à moins d'un an). Ce ratio se doit être au minimum de 1,5. L'investisseur prêter une attention particulière à son évolution au cours des dernières années.

Le ratio « price to book » calcule le cours de bourse par rapport à sa valeur comptable. Pour obtenir la valeur comptable de la société, il convient de déduire de l'actif de la société son passif, et de diviser ce résultat, appelé actif net, par le nombre d'actions. Un actif de 25 millions d'euros et un passif de 10 millions d'euros, donnent un actif net de 15 millions d'euros. Si la société a 150 000 actions en circulation, la valeur comptable de l'action est de 100 euros. En divisant le cours de bourse par la valeur comptable, on obtient le ratio price to book. Celui-ci devra être inférieur à 1.

Comme le souligne Warren Buffett, l'investissement dans la valeur est une stratégie de long terme. L'investisseur conservera les actions sélectionnées aussi longtemps que nécessaire. Seul un changement de stratégie de la société ou une adéquation entre la valeur intrinsèque et le cours de bourse seront des signaux de vente.

▣ **Les risques de la stratégie d'investissement dans la valeur**

L'avantage stratégique de cette approche réside dans l'acquisition d'actifs lorsque les autres investisseurs sont précautionneux. Elle recèle néanmoins de pièges qu'il conviendra d'éviter. Le premier étant d'effectuer des erreurs de calcul dont les conséquences peuvent être dramatiques. Cette stratégie demande une solide connaissance de la comptabilité et de l'analyse financière. De fait, une attention particulière sera apportée aux notes en bas de page des rapports financiers. Les résultats extraordinaires, ou les pertes, des sociétés peuvent également fourvoyer les investisseurs. Ils peuvent résulter de la cession d'une activité ou d'un événement climatique. L'investisseur devra analyser scrupuleusement chaque ligne des rapports financiers et soustraire les anomalies événementielles des réelles conséquences sur l'avenir de la société.

L'approche peut parfois se révéler rigide. C'est le cas d'investissements qui ne rentrent pas exactement dans les critères prédéfinis. L'investisseur qui suit une stratégie d'investissement dans la valeur peut donc parfois rater de belles d'opportunités.

« N'investissez jamais dans une idée
que vous ne pouvez pas illustrer
avec un crayon. »

Peter Lynch

VII.

L'investissement dans la croissance

Peter Lynch, le gérant aux résultats extraordinaires

Investir dans la croissance, c'est sélectionner des actifs qui offrent de belles perspectives d'appréciation de leur capital.

Peter Lynch est l'un des investisseurs en actions les plus connus au monde et fréquemment désigné comme une légende vivante. Il doit sa renommée non seulement à la performance du fonds qu'il gère mais aussi à ses principes d'investissement simples et applicables par le plus grand nombre. Le fonds qu'il gère obtint une performance spectaculaire de 29,2 % par an pendant les treize années durant lesquelles il en eut la charge. Il réussit également l'exploit de faire passer les actifs du fonds en question de 18 millions lors de sa prise en main à 14 milliards de dollars au moment de son départ. Preuve de l'intérêt qu'il suscita auprès des épargnants.

Peter Lynch a démarré sa carrière en 1966 en tant que stagiaire dans la société de gestion Fidelity Investments. Il obtient ce stage grâce à son travail sur le terrain de golf du country club de la ville de Newton dans le Massachusetts car il est le caddie du Président de cette société. Il est embauché définitivement au retour de son service militaire en 1969. Il prend alors la direction de la recherche sur les actions des secteurs du textile, des mines, des métaux, et de la chimie. En 1977, il devient le gérant du fonds Magellan de Fidelity.

Peter Lynch doit sa performance à une série de principes d'investissement simples et applicables par tous. Il considère que les investisseurs particuliers disposent d'un avantage stratégique considérable sur les gérants de fonds. Le particulier peut en effet s'intéresser à des sociétés de taille moindre qui sont habituellement négligées par les grandes institutions d'investissement. De surcroît, il agit en toute indépendance, ce qui n'est pas le cas du fonds d'investissement qui doit obtenir l'approbation du comité d'investissement avant de prendre une participation.

Peter Lynch recommande de sélectionner plutôt des sociétés dont la capitalisation boursière est faible, dans la mesure où leur perspective de croissance est supérieure à celle de sociétés matures déjà établies sur leur marché. De manière notable, il s'oppose au principe de la diversification des investissements si celui-ci se fait au détriment de la connaissance dans les sociétés.

Peter Lynch conseille aux investisseurs de s'intéresser préférentiellement aux sociétés dont ils connaissent l'activité et les produits. L'investisseur est plus susceptible de comprendre le modèle économique d'une société s'il est familier avec ses produits ou les services qu'elle propose. Par exemple, un investisseur peut s'intéresser aux actions des sociétés concurrentes de celle où il travaille. Il reconnaît qu'une grande partie de ses meilleurs investissements ont été réalisés lors de discussion avec son cercle familial et amical ou encore en allant faire ses courses. « Si une société vous attire en tant que consommateur, elle doit également vous attirer en tant qu'investisseur » conseille-t-il. À titre d'illustration, l'une des premières sociétés dont il acquiert des parts est la société de restauration rapide « Taco Bell », chaîne américaine de fast-food de cuisine mexicaine dont Peter Lynch est un habitué. Il est cependant primordial d'analyser le pourcentage des ventes que la société génère grâce au produit qui attire l'investisseur, ce pourcentage doit représenter une part significative des ventes.

Si Peter Lynch investit uniquement dans les sociétés qu'il connaît, cela ne l'empêche pas de les analyser avec rigueur. Pour lui, une société est financièrement attractive si elle remplit les conditions suivantes :

- le ratio P/E (price earning) doit être inférieur à la moyenne du secteur et à la moyenne historique de la société,

- le ratio PEG (le price earning ratio divisé par la croissance des bénéfices) doit être au maximum de 1,0,
- le ratio dette sur capitaux propres doit être inférieur à 1,0.

Peter Lynch suggère également de porter un intérêt particulier aux sociétés dont le nom a une résonnance ennuyeuse ou dont l'activité n'est pas dans un secteur attractif mais dont les consommateurs achètent les produits quelle que soit la conjoncture économique et dont les actions sont très peu détenues par des institutionnels. Ce type de société possède de belles marges de progression. Il suggère enfin de vendre les actions dès que les attentes se sont réalisées ou si la société prend une autre direction que celle escomptée.

La stratégie d'investissement dans la croissance se distingue de la stratégie d'investissement dans la valeur en ce qu'il ne s'agit plus d'investir dans des sociétés sous-cotées par rapport à leur valeur intrinsèque mais d'investir dans des sociétés où le potentiel de croissance du résultat net est significatif. Les actions de ces sociétés ont en général un price earning ratio (PER) supérieur à la moyenne de leur secteur, ce qui peut prêter à confusion. Mais Lynch préfère que le PER soit inférieur à la moyenne du secteur. Le dividende versé est généralement faible, voire inexistant dans certains cas. Les entreprises dont la perspective de développement économique est grande ne distribuent généralement pas de dividendes. Elles utilisent leur bénéfice pour investir dans de nouvelles acquisitions ou réaliser une expansion de leur activité.

Elles affichent une croissance de leur chiffre d'affaires et de leur bénéfice plus importante que la moyenne. Ce sont en général des sociétés jeunes, ou présentant une innovation aux consommateurs. Il n'existe pas de formule de sélection pour évaluer le potentiel de croissance d'une société, l'investisseur doit faire preuve de jugement dans la sélection de ces entreprises. Il peut néanmoins se baser sur l'historique de la croissance du bénéfice par action. Si cet indicateur n'est pas en hausse malgré une augmentation du chiffre d'affaires, il conviendra de s'intéresser à la progression de la marge nette de l'entreprise. Cela permettra de comprendre dans quelle mesure l'équipe contrôle les dépenses en période de croissance. L'investisseur peut également prêter un œil attentif à la croissance projetée du chiffre d'affaires

sur les dix prochaines années. Cette croissance doit être au minimum de 10 % annuels. Ce chiffre est régulièrement estimé par les analystes financiers. Il faut cependant avoir conscience que ce ne sont que des estimations et qu'elles ne présagent en rien de ce qu'il adviendra.

Le ratio de rentabilité des capitaux propres doit également être stable ou en augmentation. Une bonne mesure de comparaison est de l'évaluer par rapport au secteur de la société ou son historique sur les cinq ou dix dernières années.

L'investissement dans la croissance est une stratégie dont l'objectif est d'obtenir une performance supérieure aux autres actions du marché. Elle concerne des sociétés dont le cours de bourse fait état d'une plus grande volatilité. Ce sont souvent des sociétés technologiques ou des sociétés présentant une innovation majeure sur le marché. Elles courent le risque d'une méfiance de la part du public ou d'un temps d'adaptation plus grand. Cette stratégie concerne en premier lieu des investisseurs qui souhaitent investir sur les marchés actions et prendre le temps d'évaluer tous les aspects financiers et comptables de leurs investissements.

« Si vous cherchez de bonnes affaires
sur la planète entière, vous en trouverez
plus que sur un seul marché financier. »

John Templeton

VIII.

L'investissement à l'étranger

John Templeton, le pionnier

L'investissement à l'étranger consiste à prendre des participations dans un pays qui n'est pas le pays de résidence de l'investisseur.

Investir sur les marchés financiers étrangers est aujourd'hui une pratique répandue chez un grand nombre d'investisseurs. Cette approche a été facilitée par les politiques de libéralisation de la finance menées dans les années 1980 par Margaret Thatcher au Royaume-Uni et Ronald Reagan aux États-Unis puis adoptées par l'ensemble des pays industrialisés. L'accès à des informations fiables et instantanées, la multiplication des acteurs financiers vecteurs d'innovation et la diffusion fulgurante des moyens de communication ont permis aux acteurs de la finance de pouvoir investir sur tous les marchés financiers du monde en quelques clics. Cela n'a pas toujours été le cas et, dans les années 1970, investir à l'étranger était presque considéré avec méfiance, comme une étrangeté. Sir John Templeton est indubitablement l'un des grands précurseurs dans les stratégies d'investissement qu'il a mises en œuvre, il est notamment le pionnier de la stratégie de diversification de son portefeuille sur des marchés financiers à l'étranger.

Sir John Templeton a obtenu son diplôme de l'Université de Yale en 1934. Pris de passion pour l'arithmétique et les intérêts composés, il calcule que les 24 dollars qu'ont reçus les Indiens des Hollandais en 1626 en échange de l'acquisition de l'île de Manhattan vaudraient

alors, en 1937, plus de 255 milliards de dollars si ceux-ci avaient été placés à 8 %. Cela lui donne des idées et notamment celle d'ouvrir sa propre société d'investissement. En 1937, il crée sa société en partenariat Templeton, Dobbrow et Vance. Il réalise son premier coup sur les marchés financiers en 1939. L'Allemagne vient alors d'envahir la Pologne. Le monde entier s'attend au début de la Seconde Guerre mondiale et les marchés financiers sont volatils. Malgré les tensions internationales, Templeton souhaite acquérir pour 100 dollars de toutes les sociétés cotées à Wall Street dont le cours de bourse est inférieur à 1 dollar. Sans le sou, il emprunte 10 400 dollars à son ancien patron. Au départ réticent, celui-ci finit par accepter mais trouve le pari pour le moins audacieux. Sur les 104 sociétés sélectionnées, 37 sont placées sous le régime de protection des faillites. L'investissement se révèle néanmoins très profitable puisque non seulement ce ne sont que quatre d'entre elles qui font effectivement faillite, mais les 10 400 dollars se commuent en quatre ans en 40 000 dollars.

Partisan d'une prise de risque importante, John Templeton cherche à acquérir des actions de sociétés à moindre coût. Il estime que, plus le pessimisme est grand, plus le nombre de bonnes affaires sur les marchés va se multiplier. Il s'intéresse principalement à ce que les autres investisseurs négligent. C'est donc naturellement qu'il prête attention aux actions cotées dans les pays où le contexte politique et social est difficile mais dont l'économie de marché et la libre entreprise montrent des signes d'amélioration. À la fin des années 1950 et au début des années 1960, le monde se divise entre les partisans de l'économie de marché et les partisans de l'interventionnisme étatique. L'environnement économique est particulièrement important en investissant à l'étranger selon Templeton puisqu'il déterminera les chances de succès des entreprises dans lesquels il investit. Disposant de solides connaissances en économie, John Templeton sait que seule l'économie de marché libre permet aux entreprises de se développer. L'interventionnisme étatique fausse le modèle de formation des prix qui est, selon l'économiste Ludwig van Mises, le seul moyen de connaître un échange durable. Sir John Templeton se refuse d'investir dans les sociétés contrôlées par des Etats. En 1960, il est

le premier investisseur de l'Ouest à investir massivement au Japon qui connaît alors une période d'expansion économique miraculeuse après la ruine et l'anéantissement causés par la capitulation de 1945. Le plan d'austérité et d'inspiration libérale dit plan «Dodge» élaboré par les États-Unis en 1949 commence à porter ses fruits dès la fin des années 1950. L'investissement de John Templeton se révélera très fructueux puisque le Japon devient, en 1968, la deuxième puissance économique mondiale.

En 1978, il souhaite rendre accessible au plus grand nombre l'investissement sur les marchés actions à l'étranger. Il crée Templeton World Fund, le premier fonds à investir à l'international.

Investir à l'étranger est une stratégie qui concerne toutes les classes d'actifs : des titres financiers aux biens immobiliers. La solution la plus accessible est de recourir à l'utilisation de fonds d'investissement spécialisés sur les marchés étrangers. D'autres solutions plus techniques imposent de passer par des courtiers qui donnent la possibilité d'investir dans des titres financiers (actions ou obligations) sur les marchés étrangers.

La croissance économique n'est pas vécue de manière simultanée par tous les pays du monde. Les phases d'expansion qui suivent généralement des phases d'innovation technique et d'amélioration de la productivité touchent les pays en fonction de leur contexte politique, juridique et démographique. Dans l'histoire récente, la période qui suit la Deuxième Guerre mondiale est l'une des plus remarquables pour les pays occidentaux qui connaissent des phases d'expansion exceptionnelle. En France, il s'agit des Trente Glorieuses, en Italie du *Miracolo Italiano* et en Allemagne du *Wirtschaftswunder* qui recouvrent des réalités identiques.

Dans les années 2000, c'est au tour des pays dits émergents de connaître des phases de rattrapage important. L'économiste vedette de Goldman Sachs, Jim O'Neil, va jusqu'à prédire que l'économie de quatre pays dépassera celle des principaux pays industrialisés (Allemagne, États-Unis, Japon, France, Angleterre, Italie) : il s'agit du Brésil, de la Russie, de l'Inde et de la Chine. L'acronyme BRIC est né. Durant

les années 2000, ce sont tous les pays émergents qui connaissent des périodes d'expansion très favorables, portées à la fois par un cycle de hausse des matières premières qui favorise les pays producteurs et la diffusion des méthodes de production plus efficaces. Les BRIC sont rapidement rejoints par une nouvelle catégorie, les «NEXT 11» qui regroupe les pays dont la puissance démographique ou la richesse du sous-sol laisse à penser qu'ils seront des acteurs majeurs du XXI^e siècle : le Bangladesh, l'Égypte, l'Indonésie, l'Iran, le Mexique, le Nigéria, le Pakistan, Les Philippines, la Turquie, la Corée du Sud et le Vietnam. La dernière catégorie de pays est celle des pays dits «frontières» qui sont des pays qui offrent de belles perspectives économiques à terme mais dont le contexte socio-politique en fait, pour le moment, des destinations d'investissement risquées. On y trouve des pays comme la Côte d'Ivoire, le Sri Lanka, l'Argentine, Chypre, le Liban ou encore le Kenya.

La première étape de cette stratégie est de sélectionner le pays dans lequel investir. La sélection du marché étranger dépend de critères spécifiques allant de la croissance du PIB jusqu'à des critères propres à l'industrie de l'entreprise considérée : marché potentiel à conquérir, concurrence, etc.

- **L'essor économique** est mesuré par le critère du PIB par habitant. Si pour un pays considéré cet indicateur est faible par rapport aux pays les plus avancés, c'est qu'il existe une marge de progression importante pour ce pays. Le développement économique repose alors davantage sur l'adoption de méthodes de production existantes que sur un modèle original de développement basé sur l'innovation.
- **La politique monétaire du pays** détermine la valeur à terme de la monnaie. Une politique monétaire expansionniste aura des conséquences négatives à terme sur la valeur de la monnaie.
- **La richesse du sous-sol** est un élément crucial dans la sélection du pays dans la mesure où elle donne des ressources financières importantes à ces pays, ressources qui peuvent se substituer en partie, et sur une durée limitée, aux réformes structurelles nécessaires.

- **Le potentiel du marché** traduit le degré d'intérêt de produits ou de services d'une entreprise à être adopté par les consommateurs locaux.

Les marchés étrangers sont aujourd'hui classés en trois groupes :

- **les marchés développés** regroupent les pays les plus industrialisés. Ils sont en général politiquement stables et les principes du droit y sont respectés. Ils sont donc des destinations d'investissement particulièrement recherchées; **les marchés émergents** regroupent les pays en voie d'industrialisation rapide et dont la croissance économique est importante. Ils offrent des retours sur investissements supérieurs aux précédents; **les marchés frontières** forment le dernier groupe. Ce sont des pays dont les marchés intérieurs sont plus petits que ceux des marchés émergents et sur lesquels l'investissement peut s'avérer très risqué, voire juridiquement compliqué, pour des investisseurs étrangers.

D'une manière générale, le critère de la hausse du produit intérieur brut est un bon indicateur pour sélectionner un pays. Une attention particulière sera portée à la politique monétaire de la banque centrale du pays d'investissement. Si celle-ci est expansionniste, l'investisseur pourra s'attendre à une dépréciation de la valeur de la monnaie dans laquelle il a investi.

Les risques de l'investissement à l'étranger

Les marchés financiers des pays étrangers n'évoluent pas de manière synchrone, et une stratégie d'investissement à l'étranger a l'avantage d'augmenter la diversification de l'allocation d'actifs de l'investisseur. Cette stratégie fait néanmoins courir plusieurs risques à l'investisseur. Le premier étant le risque de change. En investissant dans un pays étranger, l'investisseur court le risque de voir son capital se déprécier malgré un investissement réussi. L'investissement à l'étranger, lorsqu'il est réalisé en direct, sans passer par un fonds d'investissement, est une tâche ardue dans la mesure où l'investisseur devra obtenir des informations sur les marchés qui ne lui seront pas toujours communiqués dans sa langue maternelle et pas nécessairement établies selon les normes qu'il connaît.

Notons encore le risque pays lié à l'instabilité politique ou sociale, ainsi que le risque juridique (nationalisation d'une société, confiscation d'un bien immobilier) et une fiscalité spécifique dont la maîtrise requerront les compétences d'un expert local.

Cependant, l'investissement à l'étranger donne la possibilité à l'investisseur de bénéficier d'opportunités d'investissement dans des pays plus risqués et donc potentiellement plus rémunérateurs que dans son pays de résidence.

« J'ai vu plus d'actions dont la valeur
est devenue nulle que d'actions
dont la valeur a été multipliée *par l'infini*. »

James Chanos

IX.

La vente à découvert

James Chanos, l'homme qui paria contre Enron

La vente à découvert est une stratégie qui consiste dans un premier temps à emprunter un titre pour le vendre sur le marché et dans un second temps à l'acquérir à un cours moindre pour rembourser le prêt et empocher une plus-value.

James Chanos se fait connaître en prenant des positions de vente à découvert sur des sociétés qu'il juge surévaluées pour des motifs d'obsolescence de la gamme de produits ou à cause de leur pratique comptable qui ne reflètent pas la réalité. Le cas le plus emblématique est sa découverte à la fin de l'année 2000 des pratiques comptables douteuses de la société d'énergie Enron.

James Chanos sort diplômé de l'Université de Yale en 1980. Il débute sa carrière comme analyste financier dans la société Gilford Securities. En tant qu'analyste financier, il élabore des recommandations pour les investisseurs sur les actions à acheter ou à vendre. En 1982, il commence à étudier les comptes financiers de la société d'assurance Baldwin United. Cette société propose à ses clients des contrats d'assurance à rente viagère avec une rémunération étonnante comprise entre 12 et 14 % par an. James Chanos ne parvient pas à comprendre le modèle économique de cette société. En imaginant même que la rémunération proposée aux investisseurs provienne d'obligations, leur rendement ne devrait pas permettre pas de rémunérer autant les investisseurs. En août 1982,

il recommande la vente des actions de cette société. Celle-ci cote alors à 24 dollars. Si, suite à cette recommandation, l'action commence par baisser, elle se reprend rapidement et monte même jusqu'à 50 dollars. James Chanos persiste dans son analyse malgré les pressions de son employeur et les menaces de procès qui se multiplient de la part des petits porteurs qui se sentent floués par la recommandation. Il est convaincu de la fraude opérée par Baldwin United. Un journaliste d'investigation du magazine américain *Forbes* s'intéresse alors au cas soulevé par James Chanos dans un article intitulé « Baldwin United, le château de cartes ». Il abonde dans le sens de Chanos. L'action s'effondre dans les jours qui suivent et la justesse de son analyse vaut à James Chanos la reconnaissance immédiate des milieux financiers. Il comprend que s'il souhaite apporter une rigueur professionnelle et un avis indépendant à ses recommandations, il doit travailler pour son compte propre. Il fonde en 1985 la société d'investissement Kynikos, du grec « cynique ».

Jim Chanos cherche des entreprises surévaluées. Il ambitionne de mettre en place une stratégie d'investissement utilisant la technique de vente à découvert. Cette technique consiste à emprunter des titres à un investisseur qui les possède en portefeuille, puis à les vendre sur les marchés financiers avec l'objectif de les racheter plus tard à moindre coût. L'investisseur appliquant cette technique offre un double intérêt de modération au marché : en vendant des actions dont la hausse lui paraît injustifiée, il ralentit le développement des bulles, en les rachetant plus tard à moindre coût, il fournit un atterrissage en douceur au marché. L'Autorité des Marchés Financiers (AMF) peut être amené à interdire temporairement l'usage de la vente à découvert dès lors qu'elle estime que les marchés financiers sont devenus instables.

Cette stratégie demande une analyse minutieuse des sociétés et notamment de leurs états comptables afin de détecter d'éventuelles incohérences. À l'inverse d'un Warren Buffett, qui cherche des entreprises sous-évaluées pour y investir, James Chanos cherche des entreprises surévaluées pour les vendre à découvert.

Il considère quatre types de sociétés pour lesquelles la technique de la vente à découvert peut s'exercer au mieux : celles dont le développement est financé à plus de 80 % par de la dette, celles qui ont des pratiques comptables frauduleuses, celles dont la technologie est

obsolète ou en voie de le devenir et celles qui ont une source de revenus unique et potentiellement épuisable, comme par exemple une société d'extraction minière ne possédant qu'une seule mine.

Enron est un opérateur énergétique, qui au début des années 2000, est l'une des sociétés les plus admirées de Wall Street. Non seulement elle est l'une des vingt premières capitalisations mondiales mais elle est également régulièrement citée comme étant l'une des plus innovantes. L'une des innovations qu'elle vient de mettre en place avec l'autorisation de l'agence de supervision américaine (SEC), est une méthode comptable appelée «mark to market». Cette méthode permet à une société d'enregistrer des profits potentiels au jour de la signature du contrat, sans s'assurer que ces profits seront effectivement réalisés.

James Chanos se penche sur le cas d'Enron. La société cote alors à 90 dollars. En examinant les états financiers annuels, il découvre une curiosité. Le retour sur le capital est seulement de 7 %, alors que le coût du capital est de 9 % et, pourtant, Enron génère des profits importants. Il comprend que la nouvelle méthode comptable, le «mark to market», donne aux dirigeants d'Enron la possibilité de surestimer largement les revenus futurs. Il comprend également que ces dirigeants utilisent des sociétés offshore pour dissimuler une partie de la dette de l'entreprise. La loi américaine permet en effet d'exclure du bilan comptable ce type de société si une tierce partie en détient au moins 3 %. Mais Enron utilise ce système avec une ampleur inégalée et à des fins de dissimulation. En d'autres termes, malgré l'approbation des comptes donnée par la société d'audit Arthur Andersen, les pratiques comptables d'Enron sont frauduleuses. En novembre 2000, James Chanos commence à vendre à découvert des actions Enron. En mars 2001, le magazine *Fortune* s'intéresse au cas Enron et publie un article «l'action Enron est-elle surévaluée?». À ce moment Enron nie toujours une quelconque fraude ou dissimulation comptable. En août de la même année, le directeur général d'Enron démissionne, officiellement pour raisons personnelles. James Chanos comprend qu'il a raison et renforce ses positions. La démission inattendue d'un dirigeant est un signal d'alarme important, peu importe la raison officielle. Dans les mois qui suivent, les pratiques d'Enron sont révélées. En décembre 2001, Enron se place sous le régime

des faillites américaines, l'action cote alors moins d'un dollar. James Chanos qui avait vendu l'action 90 dollars, peut racheter ses positions à ce prix et réalise ainsi une opération très lucrative.

L'histoire ne se termine pas là pour James Chanos. Quelques semaines après l'enregistrement d'Enron sous le régime de la protection contre les faillites, une société fait une offre d'achat pour Enron. Il s'agit de Dynegy, une société du secteur énergétique. Lorsqu'on demande aux dirigeants de Dynegy s'ils ont regardé attentivement les comptes d'Enron avant de faire leur offre d'achat, ils répondent par l'affirmative et même ajoutent : « la bonne nouvelle c'est que les méthodes comptables qu'ils utilisent sont identiques aux nôtres ». James Chanos aura vent de l'affaire et prendra une position de vente à découvert sur Dynegy. La société fera faillite quelques mois plus tard. Il gagnera autant sur Dynegy que sur Enron.

La vente à découvert est à la fois une technique et une stratégie d'investissement. En tant que technique, elle est utilisée par de nombreux investisseurs dans différentes stratégies comme par exemple la stratégie Long/Short Equity (voir chapitre 10).

L'investisseur qui suit une stratégie de vente à découvert doit sélectionner des actions dont il pense que le cours de bourse est surévalué. Jim Chanos conseille de ne pas investir plus de 2 % de son portefeuille dans chaque position. Il considère en outre qu'il existe quatre types de sociétés pour lesquelles la technique de la vente à découvert peut s'exercer au mieux. Le premier type est celui des sociétés dont le développement est financé majoritairement par le recours au financement bancaire. On trouve ces sociétés généralement dans les périodes où les taux directeurs des banques centrales sont au plus bas. Les périodes d'expansion économique donnent également des bonnes raisons aux sociétés pour s'endetter. La période de récession qui s'ensuit peut provoquer de sérieuses difficultés à nombre d'entre elles.

Le deuxième type de sociétés comprend celles qui ont des pratiques comptables frauduleuses. L'investisseur sera particulièrement vigilant quant au modèle comptable que l'entreprise utilise. Une société qui utilise un modèle « mark to market » valorise ses actifs selon des

critères qui lui sont propres. La tentation peut être grande pour l'équipe de gestion de survaloriser certains revenus futurs. La source de flux de trésorerie est également un élément auquel un investisseur doit prêter attention. Ils doivent provenir des ventes et non d'artifices comptables ou de facteurs exceptionnels. Un rapport financier annuel complexe, voire incompréhensible, est un moyen de dissimuler des fraudes comptables. C'est d'ailleurs dans le rapport comptable que l'investisseur trouvera les principaux ratios de l'activité de la société. S'ils s'écartent de la norme de l'industrie, il conviendra d'en comprendre les ressorts. L'investisseur doit rester alerte aux réactions de l'équipe dirigeante. En effet, s'ils vendent soudainement leurs actions c'est probablement qu'ils savent que quelque chose ne va pas et qu'il existe des pratiques potentiellement frauduleuses.

Le troisième type de sociétés avec lesquelles l'investisseur pourra pratiquer la stratégie de vente à découvert est celui des sociétés dont la technologie devient obsolète. Seul l'œil attentif du consommateur pourra alerter l'investisseur. Des sociétés comme Eastman Kodak ou la chaîne de distribution de DVD Blockbuster aux États-Unis sont des exemples criants.

Le dernier type de sociétés concerne celles dont les revenus ne proviennent que d'une seule source. Elles sont repérables grâce à leur gamme de produits limitée ou facilement imitable par des concurrents.

▣ **Les risques de la vente à découvert**

La stratégie de vente à découvert est une stratégie présentant un gain asymétrique : le gain maximal est de 100 % mais la perte maximale est théoriquement infinie. En effet, en cas de hausse du cours de l'action l'investisseur devra l'acquérir plus chère pour la rembourser. Imaginons un investisseur qui vend à découvert une action qui cote 100 euros, il sera contraint de la racheter pour la rembourser même si elle monte à 200, 300, etc.

Cette stratégie exige de l'investisseur une grande confiance dans ses capacités analytiques. L'adepte de cette stratégie prend une position inverse à celle du marché qui ne voit pas, ou ne veut pas voir, les difficultés que sera amenée à connaître l'entreprise.

« C'est une illusion de croire que la vente
à découvert est plus dangereuse
que d'acheter une action à un certain prix. »

Alfred Winslow Jones

X.

Long / Short Equity

Alfred W. Jones, l'inventeur des hedge funds

Une stratégie long/short equity consiste à prendre une position simultanée à la hausse sur un actif qui a vocation à monter et à la baisse sur un actif qui a vocation à baisser.

Alfred Winslow Jones est l'une des plus grandes figures de l'industrie de la finance moderne. Le domaine des hedge funds lui doit un grand nombre d'innovations, parmi lesquelles, la stratégie d'investissement long/short equity, ou encore la spécificité de son modèle de rémunération. L'industrie financière a en effet adopté le standard d'Alfred Winslow Jones de 2 % de frais de gestion annuel et 20 % de frais de performance. Il justifia les 20% de frais de performance en se référant à l'exemple des marchands phéniciens qui prélevaient un cinquième de la marchandise transportée. Il a créé le premier hedge fund de l'histoire en 1949 : A.W. Jones & Co. La dénomination «hedge fund» est d'ailleurs traduite à tort en français par fonds spéculatif. Elle provient de cette stratégie d'investissement dont l'objectif est bien de se couvrir («to hedge» en anglais) contre les évolutions volatiles du marché.

La première année, Alfred Winslow Jones obtient une performance de 17,3 %. En 1968, un vingtaine d'années après la création de son fonds, la performance est de presque 5 000 %. En d'autres termes, 10 000 dollars investis sont devenus 500 000 dollars. En 1966, un article du magazine *Fortune* fait sa renommée. Son auteur désigne le fonds d'Albert Jones

comme un hedged¹ fund (fonds couvert) Quelques années après, George Soros le gérant mythique de cette industrie, créera son propre hedge fund.

Alfred Winslow Jones est né en 1900. Diplômé de l'Université de Harvard en 1923, il est nommé au début des années 30, vice-consul américain à Berlin, chargé des affaires économiques. Il s'intéresse aux idées marxistes et adhère à un groupe appelé l'organisation léniniste. Il se marie avec Anna Block, l'une des animatrices du groupe, ce qui le force à démissionner du corps diplomatique. Il divorcera deux ans plus tard puis rentrera aux États-Unis en 1934, non sans avoir renoncé à ses idées marxistes. En 1941, il obtient son doctorat en sociologie à l'Université de Columbia. Il écrit ensuite des articles pour le magazine américain *Fortune*. Il analyse les techniques et méthodes d'analyses des marchés financiers.

En 1949, dans un article publié «Fashions in Forecasting», il s'attaque aux méthodes classiques de prédiction du marché, comme l'analyse des chargements des sociétés logistiques ou des prix des matières premières. Ces stratégies sont vouées à l'échec parce qu'elles ne peuvent mesurer les changements brutaux qui sont opérés sur les marchés financiers. Il conclut dans son article que d'autres analyses peuvent donner de meilleurs résultats. Deux mois après la publication de l'article, il crée un partenariat d'investissement, A.W. Jones & Co pour appliquer ses concepts d'investissement. Il y investit 40 000 dollars d'argent propre et ses partenaires, 60 000 dollars.

L'idée d'Alfred Winslow Jones est de combiner deux techniques existantes dans le but de réduire son exposition au marché. Tout commence par la sélection puis l'analyse de deux actions d'un même secteur industriel afin d'évaluer celle des deux qui offre les meilleures perspectives. L'investisseur fait ensuite l'acquisition avec un effet de levier (position dite longue) de la meilleure des deux et, dans le même temps, il vend à découvert celle qui offre les moins bonnes perspectives (position dite courte). En 1961, il explique la magie de sa stratégie dans une lettre à ses investisseurs :

1 Hedged et non hedge. La lettre « d » indiquant le participe passé ne sera pas conservée par la suite.

« Supposez que deux investisseurs placent chacun 100 000 dollars. Le premier investit de manière classique 80 000 en actions et 20 000 en obligations sans risque.

Le second investit selon mes principes. Il emprunte 100 000 dollars supplémentaires et dispose donc de 200 000 pour investir. Il acquiert 130 000 dollars d'actions offrant de bonnes perspectives et vend 70 000 actions d'actions offrant de moins bonnes perspectives.

Le second investisseur est à la fois mieux diversifié – puisque disposant de plus de capitaux, il peut investir dans un nombre supérieur d'actions – et moins exposé sur les marchés, puisque son exposition totale est de 60 000 dollars (130 000 – 70 000) contre 80 000 pour le premier. »

La stratégie d'Alfred Winslow Jones peut se résumer ainsi : moins de risques sur les actions, grâce à la diversification, et moins de risques sur le marché, grâce à une moindre exposition.

Cette stratégie sera appliquée par la plupart des gérants de hedge funds qui le suivront, notamment par Julian Roberston, le fondateur de Tiger Management, dont l'une des stratégies consistait à acquérir des actions des 200 meilleures sociétés du monde et de vendre à découvert des actions des 200 plus mauvaises pour une valeur identique.

Comme nous l'avons vu dans l'exemple donné par Alfred Winslow Jones, la stratégie d'investissement « long/short » consiste à prendre deux positions simultanées sur deux actifs différents dont l'évolution est liée, par exemple, des actifs qui proviennent d'un même secteur industriel ou d'une même localisation géographique. La position dite « long » consiste à acquérir l'actif et la position dite « short » consiste à le vendre à découvert (cf. Chapitre 9). C'est une stratégie qui s'applique principalement à la classe d'actifs des actions. On parle alors de « long/short equity ».

Prenons l'exemple d'une prise de position longue (« long ») sur les actions d'une société automobile A et d'une prise de position courte (« short ») sur les actions d'une société automobile B. Si les marchés financiers évoluent à la hausse, alors la position longue est bénéficiaire,

du fait de l'investissement dans A, et la position courte est, elle, déficitaire du fait de l'investissement dans B. Inversement, si les marchés évoluent à la baisse, alors la position courte est cette fois-ci bénéficiaire et la position longue déficitaire.

Si les sociétés A et B étaient strictement identiques, alors l'investisseur ne connaîtrait ni gains, ni pertes quelle que soit l'évolution du marché. On appelle cette approche une position neutre par rapport au marché puisque son évolution n'a pas d'incidence sur la performance générale des investissements de l'investisseur.

En réalité, les sociétés A et B ne sont jamais strictement identiques, l'une a toujours des perspectives économiques plus prometteuses que l'autre. Cette stratégie requiert, après une analyse des fondamentaux économiques des sociétés, de discerner dans un même secteur industriel ou une même localisation géographique, les plus prometteuses de celles qui le sont moins.

En suivant cette stratégie, l'investisseur bénéficie alors de l'évolution de l'écart entre les cours des actions des sociétés A et B. En effet, si les marchés financiers croissent, la société la plus prometteuse augmentera dans une amplitude plus importante que celle qui l'est moins. La position longue sera donc plus bénéfique que la position courte, ce qui générera une plus-value. Le raisonnement est identique en cas de baisse du marché. Dans ce cas-ci, le cours de l'action de la société la moins prometteuse baissera davantage que celui de la société la plus prometteuse.

Une stratégie long/short equity repose ainsi sur l'écart des évolutions de qualité différentes dans un même secteur géographique ou industriel. Illustrons cela avec un exemple concret :

Supposons qu'un investisseur analyse les perspectives économiques des sociétés Renault et Peugeot. Il déduit de son analyse que la société Renault offre de meilleures perspectives. Il va alors acquérir 1 000 euros d'actions de la société Renault, et vendre à découvert 1 000 euros d'actions de la société Peugeot. En cas de hausse du marché de 3 %, les actions Renault auront par exemple augmenté de 4 % alors que celles de Peugeot seulement de 2 %. Sa position nette est donc de $4 \% \times 5\,000 - 2 \% \times 5\,000 = 100$ euros. Si le marché baisse de 3 %, alors les actions

Renault ne baisseront peut-être que de 2 % quand celles de Peugeot baisseront de 4 %. Sa position nette se trouve alors être $-2 \% \times 5\,000 + 4 \% \times 5\,000 = 100$ euros. Quelle que soit l'évolution du marché, l'investisseur est donc gagnant.

Cette stratégie peut être mise en œuvre avec un effet de levier (appelée long biais). Dans ce cas-là, l'investisseur va augmenter son exposition au marché, sa position longue, grâce à l'endettement. Une stratégie 130/30 – c'est la plus populaire parmi les stratégies 1x0/x0, qui varient entre 120/20 et 150/50) – correspond à l'acquisition de 130 d'actions de A et la cession pour 30 d'actions de B. Le montant des positions longues est supérieur à celui des positions courtes.

Dans la situation présente l'investisseur n'est plus neutre par rapport au marché, cette variation de la stratégie long/short equity s'explique par le fait que les marchés financiers ont structurellement vocation à s'apprécier. Il est donc naturel pour un investisseur de mettre en place un biais long.

▣ Les risques de la stratégie long/short equity

Les stratégies long/short equity ont pour objectif d'éliminer tout ou partie du risque de l'évolution des marchés financiers et de réduire la volatilité du portefeuille. Cela n'implique pas pour autant que ce type de stratégies soit dénué de risque. En cas de volatilité importante sur les marchés financiers, il arrive que les positions longues perdent davantage que les positions courtes, ce qui peut créer des tensions sur la stratégie de l'investisseur.

Par ailleurs, les écarts d'évolution sont en général faibles. Ce qui implique de prendre un nombre considérable de position long/short simultanées. Dans la mesure où l'investisseur ne bénéficie pas de la performance générale des marchés financiers, le résultat final de cette stratégie est dû seulement à la bonne sélection des actifs par l'investisseur.

« Chaque jour, je fais la supposition
que chaque position que j'ai prise
sur le marché est fausse. »

Paul Tudor Jones

XI.

Le suivi des tendances

Paul Tudor Jones, l'anticipation du lundi noir de 1987

La stratégie du suivi des tendances consiste à suivre la tendance générale des marchés financiers. Les évolutions des marchés financiers donnent une direction générale sur laquelle il convient de « surfer » pour en tirer les bénéfices.

Paul Tudor Jones est l'un des rares investisseurs à avoir prévu avec justesse le krach boursier le plus violent de ces trente dernières années, à savoir le lundi noir d'octobre 1987 où les marchés ont perdu plus de 20 % en une seule séance. La performance exceptionnelle de son hedge fund est de 19 % en moyenne par an depuis sa création en 1980.

Paul Tudor Jones est né en 1954 dans le sud des États-Unis. Son grand-père et son oncle sont négociants en coton. Après un diplôme d'économie de l'Université de Virginie, il débute sa carrière comme trader de cette matière première. En 1980, il fonde sa société d'investissement Tudor Investment Corporation. Il considère les investissements comme un jeu de psychologie, presque une partie de poker. Il ne suffit pas de connaître le prix des matières premières ou des actions, ni même d'anticiper les informations économiques, mais de comprendre comment les autres investisseurs, ceux qui établissent la tendance générale sur les marchés, vont réagir. Les autres investisseurs détiennent-ils des positions sur les marchés ? Dans ce cas une bonne nouvelle n'aura que peu d'effet sur un titre financier ou une matière première. S'ils n'en détiennent pas, une bonne nouvelle fera s'envoler les prix. Durant la période où il est trader

de coton, il observe les autres traders se positionner. Il remarque que si ces derniers achètent des options de type « call », c'est qu'ils s'attendent à une hausse des marchés, et inversement, s'ils achètent des options de type « put », c'est qu'ils s'attendent à une baisse. Il étudie scrupuleusement les rapports financiers des investisseurs institutionnels afin de repérer si leurs fonds sont investis en actions, ce qui laisse peu de marge de progression, voire aucune, ce qui laisse des possibilités de hausse des marchés. Ainsi, même si les fondamentaux économiques d'un titre financier ou d'une matière première sont mauvais mais qu'une tendance se dessine à la hausse, Paul Tudor Jones continue à investir. Il pense que les investisseurs ont besoin d'un déclencheur pour inverser les tendances. Pour anticiper au mieux les mouvements des marchés financiers, il faut comprendre l'état d'esprit des investisseurs. Il faut, comme le disait son héros le Général Patton¹, lire les intentions de ses adversaires. Ainsi il considère qu'une stratégie contrarienne est très risquée si la majorité des investisseurs se refuse à voir l'évidence. À titre d'illustration, au cours de l'année 1988, il était déjà clair pour un grand nombre d'investisseurs que le marché immobilier japonais connaissait une bulle financière. Le prix du terrain qui entoure le palais impérial de Tokyo (dont la superficie est de 3,41 km²) était alors supérieur à celui de la Californie toute entière. Malgré des prix anormalement hauts, la bulle immobilière n'éclata que trois ans plus tard, ruinant les investisseurs contrariens qui avaient eu raison trop tôt.

Ce déclencheur, ou point d'inflexion, Paul Tudor Jones le mit en évidence avec brio lors du krach financier le plus important des années 80. Le lundi 19 octobre 1987, les marchés financiers enregistrent une perte de plus 20 % en une seule séance. Cette journée est restée dans les annales comme le lundi noir, ou « Black Monday ».

À cette époque, les marchés connaissent depuis 1982 une période haussière presque ininterrompue. À l'origine de cette hausse, une conjonction de différents facteurs, parmi lesquels la baisse des taux

1 La scène favorite de Paul Tudor Jones dans le film *Patton* est celle où le général américain, proche de la victoire durant une bataille de blindés en Tunisie, s'écrie « Rommel, you magnificent bastard. I read your book ! » (Rommel, magnifique bâtard. J'ai lu ton livre !)

d'intérêts de la Réserve Fédérale américaine et la frénésie des opérations de fusions et d'acquisitions.

Depuis le début de l'année 1987, la hausse s'est accélérée et l'indice des valeurs américaines, le Standard & Poor's 500, enregistre un gain de 44 % en huit mois. En comparant les graphiques illustrant la situation à la veille du krach de 1929 et celle de l'année de 1987, Paul Tudor Jones remarque un grand nombre de similarités troublantes. Le vendredi 16 octobre, il est convaincu de l'imminence d'un krach. Il décide de vendre à découvert massivement l'indice Standard & Poor's, espérant profiter de la baisse très prochaine des marchés boursiers. Son analyse ne s'arrête pas là puisqu'il suppose que la Réserve Fédérale américaine interviendra juste après la chute pour rassurer les marchés, ce qui permettra de profiter d'un rebond très important. Le lundi suivant, c'est le krach financier tant attendu, d'une ampleur telle que de nombreuses actions sont suspendues de cotation. Il touche toutes les places boursières de Tokyo à New York en passant par Londres. Les actions de la place financière de Hong-Kong, par exemple, connaissent une chute de plus de 45 %. Les investisseurs sont désemparés par ce krach qu'ils n'avaient pas prévu. Comme l'avait anticipé Paul Tudor Jones, les autorités décident de réagir. Le lendemain, mardi 20 octobre, Alan Greenspan, le Président de la Réserve Fédérale, affirme que la Banque Centrale est prête à servir de source de liquidités pour soutenir le système économique et financier. En deux séances, les marchés financiers reprennent 50 % de la baisse. Paul Tudor Jones aura eu raison sur toute la ligne. En 1987, il réalisera un gain de plus de 200 %.

La stratégie de suivi des tendances est l'une des plus anciennes stratégies d'investissement. David Ricardo, économiste du début du XIX^e siècle, parle de l'impératif de vendre les investissements lorsqu'ils sont en perte et de les conserver lorsqu'ils délivrent des bénéfices. C'est le principe même de la stratégie du suivi des tendances qui consiste, dans son acceptation la plus large, à acheter des actifs quand ils montent et à les vendre lorsqu'ils baissent. Elle repose à la fois sur la preuve empirique que le futur proche ressemblera au passé proche et sur les biais émotionnels qui affectent les investisseurs. L'investisseur qui souhaite mettre en place cette stratégie s'efforcera d'identifier des schémas récurrents

dans les mouvements des actifs. Il ne s'agit donc pas de prédire l'évolution des prix des actifs mais de déterminer une direction générale des marchés sur lequel l'investisseur pourra « surfer ». Le prix des actifs ici importe donc peu.

Les stratégies les plus basiques cherchent à identifier les dynamiques de hausse et de baisse dans le prix des actifs. À l'aide d'instruments d'analyse graphique, l'investisseur achètera les actifs qui se trouvent dans une phase de hausse (et il vendra à découvert les actifs dans une phase de baisse) jusqu'à l'irruption d'un signal mettant fin à cette dynamique.

Pour déterminer la tendance récente des prix d'un actif, il faut être capable d'évaluer son prix sur une certaine durée. Il existe un grand nombre d'indicateurs graphiques permettant de se faire une idée de l'évolution des tendances du prix des actifs. L'instrument le plus utilisé de l'analyse graphique est celui appelé les moyennes mobiles.

Une moyenne mobile calcule le prix d'un actif à une date précise en tenant compte de son prix sur une période récente. Les moyennes mobiles les plus utilisées le sont sur 50, 100 ou 200 jours. Chaque jour, une nouvelle variable (le prix du jour) permet de calculer une nouvelle moyenne mobile. En calculant chaque jour la moyenne mobile sur une durée déterminée, on obtient un ensemble de prix. Cet ensemble dessine la tendance récente du prix de l'actif.

Si le cours du cuivre est le suivant sur une période de 7 jours :
Jour 1 : 5 000 USD, jour 2 : 5 010 USD, jour 3 : 5 040 USD, jour 4 : 5 000 USD, jour 5 : 5 050 USD, jour 6 : 5 010 USD, jour 7 : 5 025 USD.
Le cours de la moyenne mobile au septième jour est calculé ainsi :
$$(5\,000 + 5\,010 + 5\,040 + 5\,000 + 5\,050 + 5\,010 + 5\,025) / 7 = 5\,019 \text{ USD.}$$

Si le prix de l'actif mobile dépasse celui du cours de la moyenne mobile, on se trouve en présence d'un signal d'achat. Inversement, si le prix de la moyenne mobile dépasse celui de l'actif, nous sommes en présence d'un signal de vente.

Il est possible de comparer également plusieurs moyennes mobiles, par exemple de comparer l'évolution de la moyenne mobile à 50 jours et celle à 200 jours. La première nous donnera une tendance plus récente que la seconde. Dans le cas où la moyenne mobile à 50 jours dépasse la moyenne mobile à 200 jours, on se trouve en présence d'une tendance haussière.

La stratégie de suivi des tendances tient également compte des biais émotionnels auxquels peuvent être soumis les investisseurs.

Les prises de position des investisseurs sur les marchés financiers peuvent être déterminées par des analyses erronées qui créent des tendances récurrentes dont il est possible de profiter. Paul Tudor Jones a noté, par exemple, que lorsque l'organisation des pays producteur de pétrole (OPEP) se réunissait pour arrêter un quota de production de barils de pétrole, il n'existait pas de tendance haussière, contrairement à ce qu'anticipaient les investisseurs. L'explication qu'il avance est que ces pays ne suivent que très rarement la discipline qui leur est imposée par ces quotas.

Les prises de position sont souvent déterminées par des réactions psychologiques dont souffrent un grand nombre d'investisseurs. Parmi ces réactions les plus fréquentes, citons :

- le biais de super confiance, lorsqu'un investisseur surestime ses capacités d'analyse par rapport à celles d'autres investisseurs ; l'aversion à la perte, lorsqu'un investisseur décide de conserver un actif dans son portefeuille pour la simple et mauvaise raison que celui-ci affiche une perte et ce même si nous sommes dans une tendance baissière ;
- l'effet de dotation lorsqu'un investisseur donne une valeur plus importante à un actif simplement parce qu'il le détient dans son portefeuille ;
- le biais de confirmation lorsqu'un investisseur privilégie les informations qui confirment ses propres hypothèses.

Les tendances existent partout et sont relativement faciles à repérer, qu'elles soient algorithmiques ou dues à un phénomène de mode. La stratégie de suivi des tendances requiert donc une analyse fine des

réactions psychologiques des investisseurs et de l'historique du prix des actifs. D'une part, l'investisseur doit strictement contrôler ses émotions afin de ne pas tomber dans les pièges psychologiques qui affectent les investisseurs. D'autre part, il doit identifier les schémas récurrents dans la formation des prix des actifs.

▣ **Les risques de la stratégie de suivi des tendances**

Cette stratégie fait abstraction de la véritable valeur des actifs, ce qui en soit est un danger même pour les investisseurs qui suivent les tendances, car il est évident qu'un jour ou l'autre la tendance s'inversera. Néanmoins, un investisseur qui suit les tendances comprend qu'il vaut mieux avoir tort avec tout le monde que raison tout seul. À la fin des années 1990, le prix des actions des sociétés internet a continué d'augmenter vers des sommets jamais vus, alors même ces sociétés ne généraient pas ou peu de bénéfices. Certains investisseurs qui ont correctement analysé la surévaluation de ces actifs ont été ruinés parce qu'ils ont ignoré les tendances.

Par ailleurs, l'investisseur qui suit les tendances peut avoir des difficultés à discerner les périodes de forte volatilité de celles où la tendance change. Une forte volatilité peut pousser les investisseurs à vendre leurs positions même si cette volatilité ne traduit pas un changement de tendance. L'investisseur qui suit les tendances comprend qu'il doit rester positionner sur le marché même lorsque la volatilité est importante, ce qui pourrait pousser des investisseurs à vendre leurs actifs au mauvais moment. En conclusion notons que cette stratégie permet de bénéficier des phases de hausse des cours des actifs tout comme des phases de baisse et même des crises financières.

« La psychologie est probablement
le facteur le plus important du marché
et l'un des moins bien compris. »

David Dreman

XII.

La stratégie contrarienne

John Paulson et le meilleur coup de tous les temps

La stratégie contrarienne consiste tout simplement à prendre une position à contre-courant de ce que font les autres investisseurs.

John Paulson est un investisseur qui a acquis une renommée mondiale du jour au lendemain. Et pour cause. L'utilisation d'une stratégie d'investissement contrarienne lui permit d'encaisser plus de 20 milliards de dollars pour son fonds d'investissement et plus de 6 milliards de dollars à titre personnel en une seule année. Cette opération fut couronnée du titre du plus beau coup de l'histoire de Wall Street¹.

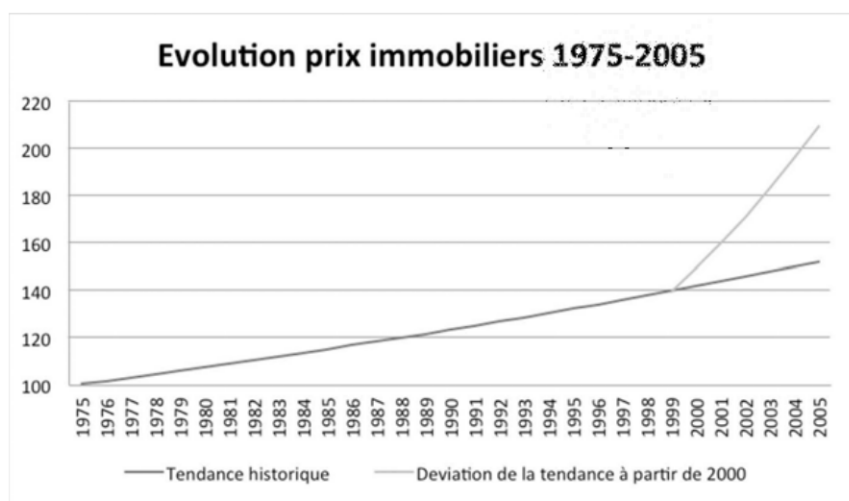
Entre 2000 et 2003, les marchés financiers sont fébriles, l'économie américaine connaît en effet plusieurs chocs majeurs : l'explosion de la bulle internet, le 11 septembre 2001 et la guerre en Irak. La Réserve Fédérale américaine (FED) prend la décision d'abaisser progressivement son taux directeur de 6,5 % en mai 2000 à 1,00 % en juin 2003. Cette décision donne lieu, dans les années qui suivent, à une période d'expansion immobilière inédite dont l'achèvement sur les marchés boursiers sera marqué en 2007 par la chute de la banque

1 *The Greatest Trade Ever: The Behind-The-Scenes Story of How John Paulson Defied Wall Street and Made Financial History* (Crown Business, 2010) est le titre de l'ouvrage de Gregory Zuckerman qui raconte l'histoire de la prise de position contrarienne de John Paulson.

d'affaires Lehman Brothers. Si, en 2001, seuls 3 % des acquisitions immobilières se font sans apport financier, en 2005, 24 % d'entre elles sont financées à 100 % par les banques. La folie immobilière ne s'arrête pas là puisqu'en 2005 ce sont 12 % des prêts octroyés qui sont non documentés, c'est-à-dire que les banques qui accordent le crédit ne connaissent pas la situation financière de leurs emprunteurs et ne disposent pas de preuves de leurs revenus. Pendant la même période, le nombre de ces prêts dits *subprimes* est multiplié par quatre.

S'il est aujourd'hui clair qu'une partie de ces emprunteurs n'avaient pas les moyens de devenir propriétaires, les acquéreurs à cette époque pensaient pouvoir se reposer sur la hausse générale du marché immobilier pour rembourser leur crédit. Le choc fut d'autant plus violent qu'une infime minorité d'acteurs économiques l'avaient anticipé. Parmi eux, John Paulson crée son fonds en 1994, il applique alors une gestion bon père de famille et gère, au début de l'année 2005, près de deux milliards de dollars, ce qui le laisse dans un relatif anonymat sur les marchés financiers. Il n'est pas un des fonds les plus innovants, ni l'un des plus importants.

En 2006, John Paulson charge l'un de ses analystes, Paolo Pellegrini, d'étudier le prix du marché de l'immobilier américain. Pellegrini s'exécute et dissèque consciencieusement le prix des biens immobiliers entre 1976 et 2005. Il conclut de son étude que les prix nets d'inflation ont évolué en moyenne de 1,4 % annuellement entre 1975 et 2000 mais il remarque que, depuis 2000, les prix ont connu une augmentation annuelle de 7 %. Pour qu'un retour à la moyenne historique des prix puisse avoir lieu, il faudrait une baisse de 40 % du marché immobilier.



John Paulson découvre l'erreur d'appréciation de ceux qu'il appelle les «génies de Wall Street». Ils n'anticipent pas l'ampleur du choc à venir puisqu'ils se fondent sur des modèles d'évaluation imprécis : des prix immobiliers qui augmentent continuellement et un apport financier de 20 % de la part des acquéreurs immobiliers, alors qu'en réalité l'apport est souvent inexistant.

Cherchant à profiter du choc à venir, il s'efforce de lever des capitaux supplémentaires auprès d'investisseurs. Mais il reçoit des refus de toutes parts et, notamment, de la part de son alma mater, l'Université d'Harvard. Harvard avait investi dans le premier fonds de John Paulson mais l'Université trouve ses hypothèses sur l'évolution du marché immobilier excessivement pessimistes. À Wall Street, les hypothèses de John Paulson sur l'effondrement probable du marché immobilier sont au mieux ignorées, au pire raillées. L'opinion couramment répandue des analystes et des experts financiers est que la baisse du marché immobilier ne se réalisera que dans l'hypothèse improbable de taux d'emprunt prohibitifs et d'un taux de chômage important. Pourtant Paolo Pellegrini est formel : la simple stabilité du marché immobilier serait catastrophique pour les emprunteurs. Une large majorité s'est endettée avec l'intention de rembourser le principal de leur emprunt grâce à la hausse de la valeur de leur bien immobilier. Or, le marché immobilier ne monte pas éternellement sans interruption.

John Paulson entreprend alors de vendre à découvert les titres financiers adossés à des créances hypothécaires. Leur valeur dépend de l'effectivité des remboursements des crédits hypothécaires contractés par les foyers américains. Il estime alors pouvoir les racheter dans le futur à moindre coût. Il trouve facilement des acheteurs parmi les banques Goldman Sachs et Deutsche Bank.

Il a par ailleurs l'idée de faire l'acquisition de police d'assurance (CDS ou *Credit Default Swap*) contre le non-paiement de titres financiers adossés à des crédits hypothécaires. Le principe de fonctionnement des CDS est le suivant : le vendeur du CDS s'engage à verser une prime d'assurance en cas d'incident de paiement, en prévision de quoi l'acquéreur lui paie une prime annuelle. Lors de sa première opération, il acquiert une police d'assurance de 100 millions de dollars en échange d'un paiement annuel de sa part de 1,4 million de dollars.

Les institutions financières qui ne doutent pas de la vitalité du marché américain sont ravies d'empocher la prime annuelle.

La suite est connue de tous : c'est l'effondrement du marché immobilier américain comme l'avait anticipé Paulson. La difficulté de la prise de position contrarienne de John Paulson ne réside pas uniquement dans une solide compréhension des mécanismes du marché immobilier mais surtout dans une analyse exacte et opportune malgré l'ensemble des avis contraires au sien. Michael Burry, un autre gérant de fonds (interprété par Christian Bale dans le film *The Big Short*) avait lui aussi anticiper la crise des *subprimes* à venir mais, l'ayant comprise trop tôt, il essoufflera une grande partie de ses investisseurs qui retireront leurs fonds avant de profiter des bénéfices de sa stratégie.

La stratégie contrarienne est basée sur la double observation que les investisseurs forment leurs prévisions en donnant trop d'importance aux résultats passés et qu'ils sont influencés par les opinions des autres investisseurs. C'est donc à la fois une extrapolation naïve des tendances et un comportement moutonnier de la part des autres investisseurs qui permettent à l'investisseur contrarien de construire sa stratégie. Il convient de repérer des tendances qui peuvent provoquer des déformations sur les prix de certains titres financiers. On peut aisément avoir

une idée du consensus générale des marchés en s'abonnant à un grand nombre de lettres d'information. L'investisseur contrarien a conscience de la difficulté d'émettre des prévisions même si celles-ci sont soutenues par des experts académiques ou des investisseurs professionnels. Cette stratégie ne demande pas d'investir systématiquement à contre-courant de la tendance générale mais de repérer dans cette tendance les éléments qui sont les plus fragiles ou de distinguer les hausses d'actifs qui reposent sur des hypothèses sans fondement – comme, par exemple, « l'immobilier monte toujours » – de celles qui ont une raison d'être. C'est à l'évidence pendant des périodes d'excès d'optimisme ou de pessimisme sur les marchés financiers qu'il existe des valorisations d'actifs qui ne correspondent pas à leur valeur intrinsèque. Cette déformation des prix provoquera invariablement un retour à la moyenne. L'indice boursier qui permet d'analyser le sentiment du marché est l'indice de la volatilité (VIX), appelé indice de la peur. Une faible volatilité sur les marchés financiers est un signe d'optimisme alors qu'une forte volatilité est un signe de pessimisme. Le type d'actifs à privilégier est donc les titres financiers qui ont connu des hausses ou des baisses importantes. Il convient de s'interroger sur les raisons de cette évolution. Les raisons qui sous-tendent cette évolution sont-elles pérennes? Sont-elles résilientes? Sont-elles internes à l'entreprise ou externes? Existe-t-il une explication? Prenons le cas d'une fraude commise par le directeur général d'une société. Cet événement aura certainement un impact négatif sur le cours de bourse d'une société. En revanche, la nomination d'une nouvelle équipe de direction clôt immédiatement l'incident.

▣ Les risques de la stratégie contrarienne

La stratégie d'investissement contrarienne est l'une des plus rémunératrices puisqu'il s'agit d'avoir raison lorsque tout le monde se trompe. Attention toutefois à ne pas avoir raison trop tôt. Julian Roberston, l'un des gérants de hedge fund les plus emblématiques des années 1990, comprend dès le début des années 1999 la formation d'une bulle spéculative sur les valeurs technologiques. Il décide de les vendre à découvert, mais face à une hausse continue, il doit les racheter à un prix plus élevé, ce qui le forcera à fermer son fonds d'investissement.

Un investisseur qui applique une stratégie contrarienne doit être capable d'aller contre les consensus mais aussi, parfois, à l'inverse des idées des plus grands experts. En octobre 1929, trois jours avant le plus grand krach financier du ^{xx}^e siècle, Irving Fisher, alors le plus grand économiste de son temps, déclare que les actions ont atteint un haut plateau permanent – un niveau d'où elles ne redescendront pas –. Jesse Livermore est un trader qui estime, lui, que les actions sont surévaluées. Il décide de vendre à découvert l'ensemble du marché. Il gagnera dans l'opération plus de 100 millions de dollars.

« Nous, les êtres humains, manquons d'imagination à tel point, que nous ne savons même pas à quoi ressembleront les événements importants de demain. »

Nassim Nicholas Taleb

XIII.

Intégrer la possibilité d'événements hautement improbables

Le « cygne noir » de Nassim Taleb

La stratégie d'investissement incluant les cygnes noirs consiste à bénéficier de la survenance d'événements rares ayant des répercussions considérables sur les marchés financiers.

Nassim Taleb est l'un des grands spécialistes mondiaux du risque et des probabilités. Il est l'auteur de livres à succès¹ dans lesquels il apporte un éclairage à la fois mathématique et philosophique sur l'importance des risques dans notre vie quotidienne. Il considère que ceux-ci sont la plupart du temps mal évalués quand ils ne sont pas tout simplement ignorés. Il est aujourd'hui professeur de gestion des risques financiers à l'Université de New York.

On peut rapprocher la théorie du cygne noir de celle de David Hume selon laquelle le raisonnement inductif est imparfait. Selon le principe inductif, on tire une conclusion générale de la répétition d'un phénomène particulier. Une illustration de ce propos est celle de la poule qui se précipite chaque matin vers son fermier dans l'attente de recevoir des graines. En aucun cas elle ne peut s'imaginer que cette main qui

¹ *Le cygne noir – la puissance de l'imprévisible*, Les Belles Lettres, 2008. *Le hasard sauvage : comment la chance nous trompe*, Les Belles Lettres, 2009. *Antifragile – les bienfaits du désordre*, Les Belles Lettres, 2013.

la nourrit lui tordra un jour le cou. S'il est proche du phénomène de l'induction, le cygne noir est un phénomène de grande ampleur.

Nassim Taleb débute sa carrière à Wall Street en tant que trader quantitatif. Il met en place des modèles de trading sophistiqués à la demande d'institutions financières. Il doit sa renommée internationale à la théorie qu'il développe sur l'existence de risques improbables mais dont la réalisation entraîne des conséquences considérables sur les marchés financiers. Il appelle ces événements des cygnes noirs. L'expression cygne noir fait référence à une chose ou un événement impossible par nature jusqu'en 1697, date de la découverte du premier cygne noir par un explorateur hollandais. Jusqu'à cette date, un cygne est par définition blanc. À la suite de cette découverte, le terme «cygne noir» a pris une autre signification, celle d'un événement perçu *a priori* comme impossible. Nassim Taleb utilise la métaphore du cygne noir pour décrire des événements qui partagent les caractéristiques suivantes : ils prennent l'observateur par surprise, leurs conséquences sont considérables, ils sont rationalisés *a posteriori* par l'observateur comme prévisibles, voire attendus. Parmi les cygnes noirs, Nassim Taleb cite la dissolution de l'Union Soviétique, la Première Guerre mondiale, l'apparition de l'ordinateur personnel ou encore la diffusion foudroyante de l'Internet. Les événements climatiques comme les inondations ou encore les sécheresses ne sont pas des cygnes noirs puisqu'ils sont probables et souvent prévus.

Les investisseurs sous-estiment leur ignorance de la survenance possible d'un cygne noir. Si notre pensée rationalise systématiquement ce qui est déjà arrivé, elle ne peut concevoir ce qui n'existe pas encore. Nassim Taleb affirme cependant que ces événements «improbables» arrivent bien plus souvent que nous ne le pensons. Les modèles quantitatifs traditionnels de calcul des risques financiers des institutions financières utilisent une distribution dite normale du risque. La loi normale (ou loi de Gauss) est une loi mathématique qui explique que lorsque des données aléatoires sont suffisamment importantes en nombre, elles suivent une distribution particulière et prévisible. Selon Nassim Taleb, cette hypothèse rend les banques et sociétés de gestion très vulnérables aux cygnes noirs puisque les institutions financières, et plus

généralement les investisseurs, ne sont pas préparés à ces événements très rares et pourtant d'une ampleur considérable. La crise financière de 2008 dite crise des *subprimes* est l'exemple frappant qui viendra rapidement conforter la thèse de Nassim Taleb.

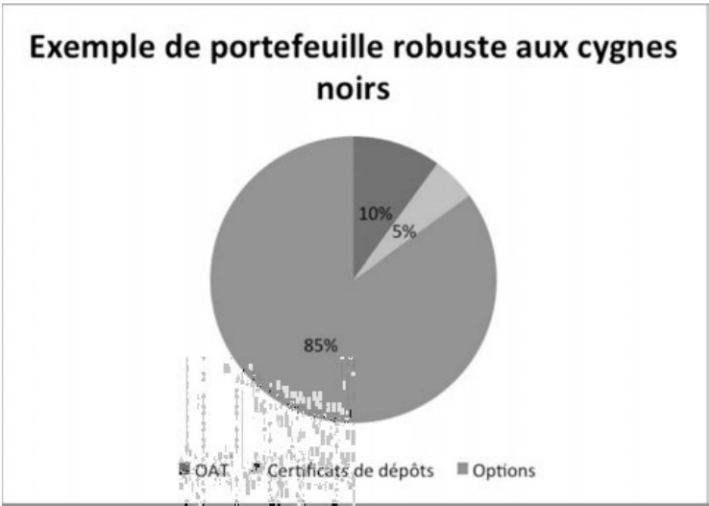
L'investisseur se retrouve dans une situation délicate puisqu'il ne peut prédire ces événements. Comment dès leur s'en prémunir? Nassim Taleb lui suggère de se construire un portefeuille financier suffisamment robuste afin de se prémunir contre leurs conséquences.

En 1999, il décide de mettre en application pratique ce portefeuille. Il fonde avec le trader Mark Spitznagel le fonds «Empirica» qui utilise la stratégie de protection contre les cygnes noirs. Il le fermera en 2005, après une performance de 60 % en 2000, une perte en 2001 et 2002 et des résultats de l'ordre de 5 à 10 % en 2003 et 2004, pour se consacrer pleinement à ses recherches philosophiques et académiques. Il deviendra néanmoins le conseiller scientifique en 2007 du nouveau fonds de Mark Spitznagel, Universa Investments qui bénéficiera grandement de la crise financière.

Les marchés financiers sont quotidiennement abreuvés de prédictions et la majorité d'entre elles ne se réalisent pas. L'investisseur avisé peut comprendre les conséquences sur certains actifs financiers du résultat d'une élection ou de la hausse des prix des matières premières. Il est au contraire impossible de prévoir avec exactitude ce qui adviendra sur les marchés financiers et d'anticiper des événements hors du champ cognitif humain. Le cygne noir est par définition un événement imprévisible, et la bonne stratégie ne consistera donc pas à chercher à les anticiper mais à construire une allocation d'actifs robuste aux chocs les plus extrêmes. La première chose que l'investisseur doit faire est d'admettre cette part d'imprévisible.

Nassim Taleb applique une stratégie dite «des haltères». Elle consiste à constituer un portefeuille comportant des actifs à la fois très sécurisés et très risqués, sans actifs de niveau de risque intermédiaire. Il recommande d'appliquer une allocation de type 10 à 15 % d'actifs sans risque – comme peuvent l'être les certificats de dépôt ou les obligations assimilables au trésor (OAT) – et 85 à 90 % d'options,

c'est-à-dire des actifs spéculatifs. Nassim Taleb recommande également de connaître son niveau maximal de perte en vue de déterminer l'allocation appropriée entre les contrats d'options et les titres financiers sans risque.



Les options sont des droits d'acheter, appelés «call», ou de vendre, appelés «put», des actifs déterminés, appelés «sous-jacents», à un cours déterminé, appelé prix d'exercice, pendant une durée déterminée moyennant le paiement d'une prime. Le prix de la prime dépend de facteurs tels que le prix du sous-jacent, la période de validité et sa volatilité aux variations de cours. Les contrats d'option se différencient des contrats à terme par leur caractère optionnel et non définitif. En effet, le détenteur de l'option ne l'exercera que si les conditions du marché sont réunies.

Par exemple, si un investisseur identifie un risque important sur les actions de la société ABC qui cote 80 en janvier, il peut acquérir, pour un prix de 200 euros, un contrat d'option «put» sur six mois qui lui permet de vendre 100 actions au cours de 80 jusqu'en juin. Si la valeur de l'action baisse à 60 d'ici là, il peut exercer l'option en achetant des actions à 60 et en les revendant dans la foulée à 80 grâce à son option, encaissant ainsi le différentiel moins la prime. Si l'action ne descend pas en dessous de 80, il n'exercera pas l'option. Il la conservera jusqu'à son expiration ou la revendra.

Date	1 ^{er} Janvier	1 ^{er} mars	1 ^{er} juin
Cours société ABC	80 EUR	90 EUR	60 EUR
Prix de l'option « put »	2 EUR	0	20 EUR
Valeur du contrat (contrat de 100 ACTIONS)	200 EUR	0	2000 EUR
Gain (ou perte) total	0	(200 EUR)	1800 EUR

Au 1^{er} mars, l'investisseur n'exerce pas le contrat d'option. Il peut l'exercer au 1^{er} juin. On comprend ici la bonne opération qu'a réalisée l'investisseur en achetant pour 200 euros de contrats d'options et en les revendant pour 2 000 euros.

En faisant l'acquisition de contrats d'achats ou de ventes sur plusieurs types de sous-jacents – des actions, des matières premières, des obligations –, l'investisseur profitera de la réalisation d'un risque particulier. Cette stratégie permet d'obtenir un revenu minimum du portefeuille, grâce aux actifs sans risque, tout en conservant la possibilité d'enregistrer un revenu exceptionnel grâce aux contrats optionnels. Si le risque ne se réalise pas, l'investisseur encaisse comme perte uniquement le paiement de la prime de l'option.

▣ Les risques de la stratégie du « cygne noir »

Cette stratégie possède le double avantage de générer des gains considérables en période de fortes incertitudes. Elle comporte néanmoins quelques inconvénients. Elle est assurément asymétrique dans la mesure où elle a l'inconvénient de fournir des résultats médiocres une plus grande partie du temps et des résultats exceptionnels de temps en temps. Il faut évidemment que le risque se réalise. Plus celui-ci est improbable et plus les gains seront importants. Mais, si le risque ne se réalise pas, cette stratégie, en impliquant l'acquisition d'options dont le coût de détention sur des périodes longues est élevé, peut obérer tout ou partie de la performance du portefeuille. Il est aussi notable qu'en cas de hausse prolongée des marchés financiers, comme pouvait l'être la période de la fin des années 1990, l'investisseur manquera une partie

conséquence de hausse. Notons également que la nature imprévisible des cygnes noirs peut être une source de risque pour une approche qui se veut systématique. En effet, rien ne garantit que les marchés financiers réagiront de la même façon à la survenance d'un nouveau cygne noir.

« Il n'est pas donné aux êtres humains d'avoir un tel talent qu'ils puissent savoir tout sur tout, tout le temps. Mais il est donné aux êtres humains, qui travaillent dur et qui cherchent minutieusement une déformation de prix d'un actif, d'en trouver occasionnellement une.»

Charlie Munger

XIV.

L'évent driven

Tom Steyer, l'analyse rigoureuse des fusions
et acquisitions

La stratégie dite «event driven» est une stratégie qui tire parti des inefficiences dans la formation des prix qui apparaissent lors d'événements majeurs de la vie des entreprises, comme peuvent l'être les fusions, les acquisitions, les spin-offs ou encore les banqueroutes.

Tom Steyer est indubitablement un investisseur inclassable dans le monde de la finance. Hier, l'un des investisseurs les plus respectés, il a pris sa retraite de son fonds d'investissement en 2012 et est aujourd'hui un défenseur actif de la cause environnementale à laquelle il consacre une partie de sa colossale fortune.

Tom Steyer est diplômé de l'Université de Yale. En 1979, il commence sa carrière dans la banque d'affaires Morgan Stanley. Deux ans plus tard, il décide de poursuivre ses études et postule à l'Université de Stanford. Il y obtient un MBA. En sortant de l'Université, il est embauché par Goldman Sachs dans le département des fusions et acquisitions où il apprend l'essentiel des événements qui affectent la vie des entreprises : fusions, acquisitions, spin-offs et banqueroutes. En 1985, il crée sa propre société d'investissement, Farallon Capital mais à l'inverse des autres hedge funds installés à New York, il s'installe à San Francisco sur la côte Ouest, loin du tumulte vibrant de Wall Street. Le nom qu'il donne à sa société d'investissement «Farallon» provient de celui d'une île entourée de requins

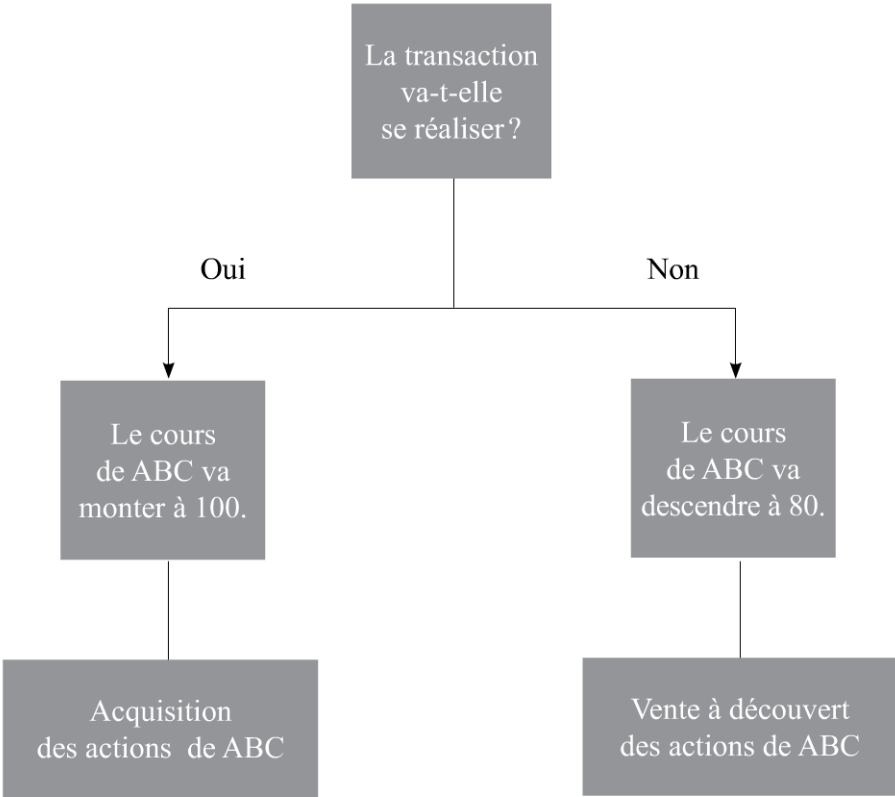
aux larges des côtes de San Francisco, référence évidente à l'image qu'il se fait des prédateurs de la finance qui sévissent à Wall-Street dans les années 1980. En 1987, il fait la connaissance de David Swensen en charge de la gestion du fonds de dotation de l'Université de Yale (cf. chapitre 2). David Swensen est séduit par les principes moraux de Tom Steyer : intégrité et simplicité. Il accepte d'investir une part importante des capitaux du fonds de dotation de Yale dans le fonds de Tom Steyer.

Tom Steyer a mis en place une stratégie dite «event-driven», que l'on peut traduire en français par «événementielle», dont l'objectif est de générer un retour sur investissement «absolu» pour ses investisseurs, c'est-à-dire sans perte d'argent quelles que soient les conditions du marché. Cela implique de prendre en compte non seulement le retour sur investissement mais aussi le risque des investissements. Cette stratégie consiste à étudier les événements majeurs affectant la vie des entreprises cotées sur les marchés financiers, comme peuvent l'être les banqueroutes, les acquisitions ou encore les fusions et de profiter des éventuelles disparités sur les prix qui se forment naturellement. En effet, les annonces de ces événements ont des répercussions directes sur le cours des actions des sociétés concernées mais il peut parfois exister des écarts entre la perception du marché sur la faisabilité d'une opération et la réalité.

Lors de l'annonce d'une acquisition d'une société ABC par une société XYZ, celle-ci se fait moyennant le paiement d'une prime sur le cours actuel de la société ABC. En effet, la société XYZ n'achète pas ABC à son cours du jour mais à un cours plus élevé pour inciter les actionnaires à lui céder leurs actions. Le prix de la société ABC augmentera à hauteur d'un pourcentage du prix proposé par la société XYZ qui n'est jamais 100 % mais toujours légèrement inférieur. Cette différence entre le prix proposé et l'augmentation du prix de la société ABC s'explique par les difficultés d'ordre juridique ou transactionnelles que pourrait éventuellement rencontrer la société XYZ pour finaliser son acquisition. Par exemple, si la société XYZ propose d'acquérir ABC dont le cours est de 80 euros au prix de 100 euros et que cette transaction a 80 % de chance de se réaliser, le jour de l'annonce du souhait d'acquisition de ABC par XYZ, le prix de la cible montera à 96 euros (80 % de la différence entre 100 et 80 soit 16 euros) et non à 100, reflétant l'incertitude sur la réalisation de cette opération.

À l'annonce d'une possible transaction, l'investisseur qui utilise une stratégie «event driven» doit réagir rapidement pour étudier les probabilités de réalisation de l'opération. S'il considère que la transaction aura effectivement lieu, il va acquérir les actions de ABC à 96 euros et empocher la différence entre ce cours et le cours de 100 proposé par XYZ, soit 4 euros. S'il considère que cette transaction n'aura pas lieu, il adopte la stratégie inverse, à savoir de vendre à découvert les actions de ABC qui cotent actuellement à 96 euros pour les acheter plus tard à leur futur cours probable de pré-transaction, à savoir 80 euros.

Illustration : La société XYZ annonce son intention de payer 100 euros pour chaque action de la société de ABC dont le cours est actuellement de 80. À cette annonce, le marché pense qu'il y a une probabilité de 80 % que cette transaction se réalise et le cours des actions de ABC passe à 96 euros (80 % de la différence entre le cours cible de 100 et le cours d'origine de 80).



Tom Steyer va encore plus loin dans la stratégie en adoptant une attitude neutre. S'il pense que la transaction aura lieu, non seulement il va parier sur l'acquisition de ABC par XYZ (en faisant, dans notre exemple, l'acquisition des actions de ABC pour 96) mais il va également couvrir le risque de la non réalisation de l'opération en vendant à découvert les actions de XYZ. Ainsi, si la transaction a lieu, il bénéficie du gain en ayant acquis les actions de ABC (les actions de XYZ sont peu affectées, il peut racheter sa position à découvert sans perte), et si la transaction n'a pas lieu, il perd effectivement son pari sur la société ABC dont il a acquis les actions mais gagne sur sa position à découvert sur la société XYZ pour laquelle la non réalisation de l'opération est un revers cinglant et dont les actions baisseront significativement. Cette approche est dite neutre par rapport au marché. En d'autres termes, il s'agit de couvrir son risque avec l'aide d'un instrument financier qui réagit dans une direction contraire à celle dans lequel l'investisseur investit. Cette stratégie ne s'avère pas gagnante à tous les coups, mais elle est proportionnée en faveur de l'investisseur puisque, dans le premier cas, le gain est important et la perte faible et, dans le second, le gain et la perte peuvent être tous deux importants. Il met ainsi en place un système d'investissement asymétrique à son avantage.

Cette stratégie demande un suivi particulier des entreprises pouvant connaître une situation événementielle du type fusion, acquisition ou banqueroute. L'objectif est d'exploiter les déformations de prix qui existent lors de tels événements. Elle requiert de connaître la législation en vigueur dans le secteur concerné et notamment les aspects anti-concurrentiels. En effet, le risque le plus probable de non réalisation d'une opération de fusion est lié aux décisions prises par les autorités de la concurrence. Ces dernières opposent leur veto à une acquisition ou une fusion dont le résultat donnerait à l'ensemble une position de monopole sur son marché. Les barrières réglementaires sont l'une des premières raisons pour lesquelles les fusions et acquisitions annoncées ne se réalisent pas. Cette stratégie requiert également de connaître le sentiment général des actionnaires : le prix est-il suffisant ? Leurs attentes sont-elles satisfaites ? Souhaitent-ils vendre leurs actions ? En étudiant attentivement ces différents points, l'investisseur obtient un meilleur contrôle du risque de ses investissements. Il se peut également

que l'acquéreur connaisse des difficultés pour finaliser le financement de son opération, et Il convient donc d'étudier sa situation financière. Cette approche demande une attention particulière puisque, au fur et à mesure que les contraintes réglementaires s'éloignent et que la probabilité de réalisation augmente, le prix de la société cible se rapproche du prix offert par la société acheteuse.

▣ **Les risques de la stratégie « event-driven »**

Cette stratégie demande une connaissance pointue des mécanismes juridiques et des contraintes réglementaires régissant chaque fusion ou acquisition. Ce qui demande du temps et des compétences techniques. Un grand nombre de raisons indépendantes de la volonté de l'investisseur peuvent menacer une fusion ou une acquisition.

« La règle générale est : moins elle est observée, meilleure sera la position sur les marchés. »

Bruce Kovner

XV.

Le Carry Trade

Bruce Kovner, le précurseur du carry trade

Le carry trade consiste à emprunter dans la monnaie d'un pays dont le taux d'intérêt de l'argent est faible pour les placer dans la monnaie d'un pays dont le taux d'intérêt de l'argent est élevé. L'investisseur peut bénéficier de la différence des taux d'intérêt et de l'évolution favorable des monnaies.

Bruce Kovner est un homme très cultivé, amateur de musique et de littérature classique. Il est d'ailleurs Président du Conseil d'Administration de la prestigieuse école de musique Julliard située à New York. Il a notamment lu l'ouvrage de Charles Mackay «*Illusions populaires extraordinaires et la folie des foules*»¹, qui lui sera de bon conseil sur le comportement et la psychologie des investisseurs tout au long de sa carrière.

D'origine modeste et diplômé de l'Université de Harvard en 1966, Bruce Kovner débute sa carrière de trader en 1977 sur le marché des matières premières au sein de Commodities Corporation, une société de trading fondée en 1969² par Michael Marcus. Au début de l'année 1977, alors qu'il est toujours chauffeur de taxi à mi-temps, il effectue sa première opération sur les marchés financiers. Il emprunte, au moyen de sa carte de crédit, la somme de 3 000 dollars et l'investit

1 *Extraordinary Popular Delusions and the Madness of Crowds*, publié en 1841.

2 La société est rachetée en 1997 par Goldman Sachs.

en contrats à terme sur le marché du soja. Au bout de six semaines, cette opération se révèle très profitable, ses positions sur le marché sont évaluées à 40 000 dollars. Mais, en moins d'une heure, il perd 16 000 dollars, ce qui le force à liquider ses positions. Cette expérience formatrice lui enseignera la nécessité fondamentale de gérer le risque de ses investissements.

Michael Marcus voit en Bruce Kovner le futur dirigeant de la Commodities Corporation en raison de son tempérament calme malgré ses positions parfois risquées sur les marchés financiers. Mais, en 1983, Bruce Kovner quitte Commodities Corporation pour créer son propre fonds, Caxton Associates.

En 1981, il a élaboré une nouvelle stratégie d'investissement qui se fera connaître par la suite dans le monde entier sous le nom de «carry trade». Sur le marché à terme, lorsque le cours d'une monnaie à un an est inférieur au cours du jour, les investisseurs déduisent que les marchés anticipent une dépréciation de cette monnaie. Kovner fait l'hypothèse inverse : si par exemple la peseta espagnole rémunère annuellement les épargnants à 7 % au cours du jour, il est logique qu'elle coûte 7 % de moins que dans un an. Néanmoins, la peseta devrait voir son cours augmenter puisque des taux d'intérêt élevés sont le signe d'une politique monétaire visant à réduire l'inflation, ce qui devrait rendre la monnaie plus attractive à terme pour les investisseurs. Il étudie le prix des monnaies à un an par rapport à leur cours du jour et s'emploie à emprunter dans celles où la différence est minime et à acquérir celles pour lesquelles la différence est importante. Dès lors, il bénéficie de la différence des taux d'intérêts et de la probable évolution favorable des monnaies puisque les premières auront vocation à s'apprécier alors que les secondes sont appelées à se déprécier.

La stratégie Carry Trade de Bruce Kovner donne des résultats époustouflants puisqu'il réussit entre 1977 et 1987 à obtenir une performance de plus de 87 % par an. En 1992, il décide de fermer son fonds à de nouveaux investisseurs.

Dans les années 1990, la stratégie du Carry Trade est devenue très populaire auprès des investisseurs grâce à la politique monétaire

de la Banque Centrale du Japon. Afin de combattre les menaces déflationnistes sur l'économie et de favoriser ses exportations, le Japon cherche à obtenir une dépréciation de sa devise nationale. Ce pays met en place une politique de taux d'intérêts à zéro (ZIRP – Zero Interest Rate Policy) et intervient sur le marché en vendant des yens. À la même époque, les taux d'intérêts aux États-Unis étaient à 5 %. Ce différentiel de taux permit aux investisseurs d'emprunter en yen à un taux nul et de placer leurs capitaux en dollars à un taux annuel de 5 %. Tant que le taux de change restait stable, les investisseurs percevaient la différence. La politique monétaire d'affaiblissement du yen menée par la Banque Centrale japonaise diminue d'autant le risque de l'opération.

Afin de mettre en place une stratégie de carry trade, l'investisseur doit sélectionner une devise de funding (celle dans laquelle l'investisseur emprunte) et investir sur une devise de carry (celle qui rémunère un taux élevé). Les premières sont généralement celles de pays développés (zone Euro, États-Unis, Japon) et les secondes principalement celles de pays émergents. Une fois l'échange de devise réalisé, il investira en devise de carry, par exemple dans des obligations souveraines (en particulier si la perspective de l'investissement est longue). Il percevra le différentiel pendant la durée de l'opération. À la fin de l'opération, l'investisseur débouclera sa position et remboursera le prêt initial.

Le carry trade le plus populaire au cours des dernières années est celui du trading de la paire de devises australienne et japonaise, notée trading AUD/JPY. Les investisseurs ont emprunté massivement des yens à taux réduit, qu'ils ont ensuite convertis en dollars australiens à un taux plus avantageux que celui du taux d'emprunt. L'Australie est un exportateur d'or et la valeur de sa devise est corrélée à celle de ce métal. Or, le cours de l'or est inférieur à celui qu'il a connu ces cinq dernières années et conserve donc une bonne marge d'appréciation ce qui est potentiellement bénéfique pour la monnaie. L'économie du Japon est très dépendante du pétrole, dont le cours est très bas par rapport aux années précédentes. Une augmentation du prix du pétrole, qui conserve également un bon potentiel d'appréciation, aurait un impact négatif sur l'économie japonaise. Le risque d'évolution est donc positif

sur la devise de carry (le dollar australien) et négatif sur la devise de funding (le yen). C'est la situation idéale pour réaliser une opération de carry trade.

Avec un taux en yen à 0 %, un investisseur peut s'endetter pour un coût minimum et placer l'argent emprunté en dollars australiens à 1, 50 %.

Sur une opération de 100 000 dollars :

(Taux d'intérêt de la monnaie devise carry – Taux d'intérêt de la devise funding) x montant de l'emprunt / 365 jours

$(1, 50 \% - 0, 00 \%) \times 100\,000 / 365 = 4, 10$ dollars australiens de gain par jour.

Si ce montant peut paraître faible, il est néanmoins multiplié par l'effet de levier qu'utilise l'investisseur dans son opération d'emprunt. Avec un effet de levier de 10, c'est un gain annuel de 15,00 %. Dans la mesure où l'opération comporte un risque d'évolution de la paire de devises, l'endettement doit être contrôlé. D'une manière générale, les opérations de carry trade soutiennent les devises émergentes dont les taux sont souvent élevés.

Tableau des taux d'intérêt des banques centrales des principaux pays sur lesquels sur réalisés les opérations de carry trade :

Taux d'intérêt au 21.12.2016	Taux
Afrique du Sud	7, 00 %
Australie	1, 50 %
Brésil	13, 75 %
Canada	0, 50 %
Chili	3, 50 %
Chine	4, 35 %
Corée du Sud	1, 25 %
Danemark	0, 05 %
États-Unis	0, 75 %
Zone Euro	0, 00 %
Grande-Bretagne	0, 25 %

<i>Inde</i>	6, 50 %
<i>Indonésie</i>	6, 50 %
<i>Japon</i>	0, 00 %
<i>Mexique</i>	5, 75 %
<i>Nouvelle-Zélande</i>	1, 75 %
<i>Pologne</i>	1, 50 %
<i>Russie</i>	10, 00 %
<i>Suède</i>	- 0, 50 %
<i>Suisse</i>	- 0, 75 %
<i>Turquie</i>	8, 00 %

L'un des attraits de la stratégie du carry trade est la simplicité de sa mise en œuvre. Elle ne demande pas d'ingénierie financière complexe. Un investisseur qui souhaitera l'appliquer pourra à l'évidence diversifier ses devises en s'appuyant sur un panier de devises et non sur une seule paire. Par exemple, un investisseur pourra emprunter dans les trois devises qui offrent le rendement le plus faible afin de placer ses capitaux dans les trois devises qui offrent un haut rendement. Notons que le meilleur moment pour démarrer une opération de carry trade est celui où la Banque Centrale d'un pays vient juste de modifier son taux directeur. En effet, il est peu probable qu'un mouvement inverse intervienne juste après cette modification. L'un des intérêts de cette stratégie est qu'elle ne demande pas d'intervention constante sur les marchés financiers. L'investisseur qui l'utilise récoltera les bénéfices de sa position au fil du temps. Cette opération est particulièrement intéressante lorsque la volatilité entre les monnaies de funding et de carry est faible, c'est-à-dire lorsque les cours de celles-ci ne souffrent pas de grandes variations. L'investisseur empoche le différentiel de taux sans se soucier de l'évolution du capital.

▣ Les risques de la stratégie de carry trade

Cette stratégie comporte néanmoins plusieurs risques. Un changement inattendu de politique monétaire de la Banque Centrale d'un pays peut avoir des répercussions immédiates sur la valeur d'une devise, risquant

ainsi de réduire le bénéfice attendu. Les nouvelles économiques à contre-courant des anticipations peuvent représenter un danger pour l'investisseur si elles concernent positivement la devise de funding ou négativement la devise de carry. Un pays dont les taux d'intérêts sont bas parce qu'il connaît une croissance économique anémique aura tendance à restreindre sa politique monétaire (augmenter les taux) si, par exemple, le taux de chômage baisse de manière inattendue. Les interventions des banques centrales sur le marché des changes présentent également un risque pour cette stratégie. Cela peut se manifester, par exemple quand la Banque Centrale d'un pays exportateur décide de vendre massivement la devise de son pays (la devise de carry pour l'investisseur) lorsque celle-ci s'apprécie de manière substantielle, défavorisant ainsi ses exportateurs nationaux.

« Le risque dépend
de ce que vous en faites. »

Ken Griffin

XVI.

L'arbitrage d'obligations convertibles

Ken Griffin, l'ascension fulgurante.

L'arbitrage d'obligations convertibles consiste en l'acquisition simultanée d'obligations convertibles d'une société et de la vente des actions de cette même société pour bénéficier des écarts dans la formation des prix.

Ken Griffin est ambitieux, il fonda en 1990 sa société d'investissement Citadel avec l'objectif de devenir l'une des grandes sociétés de la finance comme le sont les banques d'affaires Goldman Sachs ou JPMorgan. Aujourd'hui, Citadel gère plus de 25 milliards de dollars et c'est l'un des fonds les plus importants au monde. Ken Griffin est régulièrement cité comme l'un des gérants de hedge funds ayant la rémunération la plus importante. Il n'en reste pas moins l'un des défenseurs actifs de la loi du marché et souhaite que les banques qui prennent des risques importants les assument et ne se cachent pas derrière le «too big to fail».

Ken Griffin a un parcours inhabituel pour un gérant de hedge fund. Il n'a pas travaillé dans une société d'investissement de Wall Street. Il commence à investir alors qu'il est encore étudiant à l'Université de Harvard. Après avoir lu un article à charge du magazine *Forbes* contre une société de production d'articles de décoration d'arbres de Noël, il cherche à acquérir des options de vente «put» en pariant sur la future baisse de l'action de la société, et corollairement, sur la hausse du prix de ces options. Les frais démesurés que propose de prélever le courtier l'en dissuade. Il étudie alors longuement et scrupuleusement la théorie

financière et plus précisément le modèle de Black et Scholes d'évaluation des options. Cette théorie a été publiée par Fischer Black, Myron Scholes et Robert Merton en 1973. Elle permet d'évaluer le prix des options en tenant compte des variations du sous-jacent, c'est-à-dire de l'actif financier sur lequel elles reposent. Robert Merton et Myron Scholes recevront le Prix Nobel d'économie¹ en 1997 pour leurs travaux. Ken Griffin s'intéresse également aux obligations convertibles. Ce sont des obligations auxquelles est attaché un droit de conversion en actions à une parité préalablement fixée (par exemple, 50 obligations pour une action) et sur une période prédéterminée (par exemple, sur une période de six mois). En comparant le prix des actions et la valeur des obligations converties en actions, il trouve une différence substantielle. À la recherche d'une explication cohérente, il se rend au bureau local de la banque First Boston. Le banquier qui le reçoit lui indique que la stratégie que Griffin lui soumet n'est pas une stratégie qu'il recommande à ses clients, même si la banque l'utilise parfois pour gérer ses fonds propres. Elle est trop risquée et trop complexe pour les particuliers. Griffin est alors en deuxième année à l'université et il décide de créer, avec des capitaux de sa famille et de ses amis, son propre hedge fund qu'il appelle simplement « Convertible Bond Hedge Fund #1 » spécialisé dans l'arbitrage d'obligations convertibles. Il élabore lui-même ses propres instruments financiers qui lui permettent d'évaluer le prix des obligations convertibles. La stratégie qu'il base sur les obligations convertibles lui permet notamment de ne pas perdre d'argent lors du krach financier d'octobre 1987. Ce résultat extraordinaire lui permet par l'entremise d'un ami de rencontrer Frank Meyer, l'un des gérants de hedge fund les plus connus de l'époque. Ce dernier lui propose de gérer quelques capitaux de son fonds. Un an après cet investissement, Ken Griffin annonce à Frank Meyer une performance de plus de 70 %. Frank Meyer décide de le présenter à ses propres clients. En 1990, Ken Griffin crée le fonds Citadel avec 4,6 millions de dollars de capital initial. Huit ans plus tard, le fonds dispose d'un milliard de dollars et Citadel est une société de plus de 100 employés.

1 Prix de la Banque de Suède en sciences économiques en mémoire d'Alfred Nobel.

La mise en place de cette stratégie requiert la bonne compréhension de ce qu'est une obligation convertible. Une entreprise peut émettre des obligations sur les marchés financiers pour financer le développement de son activité. Les investisseurs qui en font l'acquisition reçoivent en échange des capitaux qu'ils ont investis un intérêt payé périodiquement, appelé coupon. L'obligation est dite convertible si elle donne la possibilité à l'investisseur de convertir l'obligation en actions dans des conditions prédéterminées. L'intérêt pour cette société d'émettre une obligation convertible plutôt qu'une obligation traditionnelle est d'émettre une dette à moindre coût. L'investisseur se satisfait d'un intérêt moindre avec l'acquisition d'une obligation convertible puisqu'il a la possibilité de l'échanger contre des actions.

L'application d'une stratégie d'arbitrage d'obligations convertibles repose à la fois sur l'acquisition d'obligations convertibles (position longue) et, dans le même temps, de la vente à découvert des actions (position courte) de cette même société. Le prix des obligations convertibles est parfois déformé par rapport à leur valeur intrinsèque, elles sont parfois sous évaluées. En cas de mauvaise nouvelle pour la société, l'investisseur est protégé d'une baisse de l'action puisque, dans ce cas, il bénéficie de sa position courte tout en étant que peu affecté par sa position longue. En effet, les obligations convertibles perdent moins en valeur parce qu'elles sont moins risquées que les actions. En cas de bonne nouvelle pour la société, l'action monte, ce qui n'est pas favorable à l'investisseur puisqu'il les a vendues à découvert, mais ses obligations convertibles restent stables et elles conservent la possibilité d'être converties. L'investisseur peut donc les convertir en actions (au prix du marché) et solder sa position courte dans l'optique d'engranger un faible bénéfice dû à la déformation des prix. Le gain est certes minime, mais il peut être démultiplié grâce à l'effet de levier.

Prenons l'exemple d'une société ABC dont l'action cote 20 euros qui émet une obligation convertible au prix de 1 000 euros et dont le coupon est de 5 %. Cette obligation à un taux de conversion de 50 pour 1. L'investisseur peut donc échanger 50 actions pour une obligation.

Si l'investisseur entreprend la conversion à cet instant, il reçoit 50 actions au prix de 20 euros, soit 1 000 euros.

En appliquant une stratégie d'arbitrage d'obligations convertibles, l'investisseur va vendre à découvert 25 actions de la société et acheter l'obligation à 1 000 euros.

Cas 1 – Le cours de l'action ne change pas.

L'investisseur a reçu 50 euros d'intérêt de la part de l'obligation. Soit 5 %.

Cas 2 – Le cours de l'action augmente à 25 euros.

Dans ce cas-là, l'investisseur convertit son obligation (il reçoit 50 actions au prix de 25 euros, soit 1 250 euros, donc un gain net de 250 euros). L'investisseur perd 5 euros par action sur sa vente à découvert (il a vendu des actions 20 euros qu'il doit racheter 25). Soit une perte totale de $5 \times 25 = 125$ euros. Son gain net pour l'année est de 125 euros ($250 - 125$).

Cas 3 – Le cours de l'action diminue à 15.

Dans ce cas, le prix de l'obligation ne change pas (elle n'est pas convertible) mais l'investisseur gagne sur la vente à découvert. Les 25 actions vendues à 20 euros, il doit les racheter à 15 euros, soit un gain de $5 \times 25 = 125$ euros.

L'exemple précédent se veut nécessairement simplificateur afin de comprendre l'intérêt de la stratégie quelles que soient les conditions du marché. Dans la réalité, le détenteur de l'obligation convertible sera contraint de la détenir pendant une durée prédéterminée (la maturité) avant de pouvoir la convertir (cela fait partie des conditions contractuelles).

▣ Les risques de la stratégie d'arbitrage d'obligations convertibles

Il est important de noter que les entreprises qui émettent de la dette convertible peuvent le faire sous l'effet des contraintes du marché.

Elles peuvent se trouver dans des situations financières délicates les empêchant d'émettre de la dette classique. La dette convertible leur permettant de réduire le service de la dette. Il conviendra d'analyser de manière rigoureuse l'état de la dette de la société de laquelle l'investisseur souhaite acquérir des obligations convertibles.

« Ce que m'a appris George Soros,
c'est que dès lors que vous avez
une grande conviction sur un pari,
il faut y aller à fond. »

Stanley Drunkenmiller

XVII.

La stratégie Global Macro

George Soros, l'homme qui a fait sauter
la Banque d'Angleterre

La stratégie Global-Macro¹ consiste à parier sur les résultats des évolutions macro-économiques et des chocs géopolitiques. Elle peut être appliquée sur plusieurs classes d'actifs...

George Soros est certainement le gérant de fonds le plus connu de la planète. L'épisode légendaire qui lui fait gagner ses lettres de noblesse est son pari réussi contre la Banque d'Angleterre en 1992.

Juif hongrois né en 1930, il quitte Budapest en 1947 pour Londres où il débute des études d'économie et de philosophie à la London School of Economics. Il fait connaissance des théories de Karl Popper, dont celle de la réfutation selon laquelle on ne connaît jamais la vérité, on ne fait que s'en approcher, qui l'influencera profondément. Lorsqu'en 1979 il crée l'institut «Open Society», George Soros le nomme en hommage à l'œuvre de Popper *La société ouverte et ses ennemis*². Il arrive à New York en 1956 et souhaite travailler à temps partiel dans la finance afin de se consacrer à ses recherches philosophiques. Les résultats positifs qu'il obtient sur les marchés financiers l'incitent à poursuivre dans

1 «Macro» pour macroéconomie.

2 Publié en deux volumes au Seuil en 1979.

cette voie. En 1978, tout juste dix ans après la création de son premier fonds d'investissement «Quantum Fund», la valeur de celui-ci a déjà été multipliée par dix. Mais c'est seulement plusieurs années plus tard, en 1985 puis en 1992, qu'il gagnera la renommée mondiale dont il jouit toujours actuellement.

Entre 1982 et 1985, le déficit commercial des États-Unis ne fait que se creuser, les importations sont de plus en plus conséquentes par rapport aux exportations. Un déficit commercial important implique généralement une demande en devise plus importante et *in fine* une baisse de la monnaie nationale. De manière surprenante, le dollar continue de s'apprécier alors qu'il devrait se déprécier. Durant l'été 1985, George Soros comprend que cette situation est entretenue par les spéculateurs et ne devrait pas durer éternellement. Il cherche à déterminer le moment où le dollar se retournera. La baisse des taux d'intérêt décidée par la Réserve Fédérale Américaine (FED) rend la détention de sa monnaie encore moins avantageuse pour les investisseurs. En août 1985, il prend la décision de vendre à découvert du dollar. Une accélération de la croissance économique est un risque évident pour sa stratégie, puisque la FED pourrait décider d'augmenter les taux d'intérêt afin de freiner les risques inflationnistes. Cela rendrait le dollar attractif ce qui serait mauvais pour sa stratégie.

En septembre 1985, James Baker, le Secrétaire au Trésor américain, réunit les Ministres des Finances français, allemand, britannique et japonais à l'hôtel Plaza à New York. Ils se mettent d'accord pour coordonner leurs actions et faire baisser le dollar. Le lendemain, c'est un gain immédiat de 30 millions de dollars pour George Soros. Suite aux accords du Plaza, il comprend que l'heure est à la baisse structurelle du dollar. Il renforce donc ses positions et, en quatre mois, la performance de ses fonds augmente de 35 %. Ce premier fait d'arme d'un pari sur les mouvements macro-économiques le rend dès lors particulièrement attentif aux évolutions monétaires.

▣ Le système monétaire européen

Créé par le conseil européen de décembre 1978 à l'initiative du Président Valéry Giscard d'Estaing et du chancelier Helmut Schmidt,

le système monétaire européen a l'ambition d'instaurer une aire de stabilité monétaire en Europe. Il repose notamment sur le principe d'un encadrement des marges de fluctuations des monnaies nationales. Les pays européens ont obligation de conserver la valeur de leur monnaie dans une fourchette fixe par rapport au mark allemand.

À partir de 1989, la République Fédérale d'Allemagne intègre la République Démocratique d'Allemagne dans un ensemble réuni. Cet événement politique majeur a des implications économiques directes sur l'économie du pays nouvellement réuni et en premier lieu sur l'inflation : celle-ci passe de 1,3 % en 1988 à 5,1 % en 1992. Le spectre de l'hyperinflation des années 20, qui amena le nazisme au pouvoir, pousse la Bundesbank à relever son taux directeur de 4,3 % en 1988 à 9,5 % en 1992 dans le but de contenir l'inflation.

Cette hausse du taux d'intérêt directeur de l'Allemagne a des conséquences directes sur ses voisins européens, en premier lieu, sur le Royaume-Uni et sur l'Italie dont les économies nationales connaissent alors une récession. En effet, l'augmentation des taux d'intérêt en Allemagne rend le mark allemand plus attractif aux yeux des investisseurs qui se débarrassent de leurs livres sterling pour acquérir des marks. Une solution pour la Grande-Bretagne serait d'adopter une politique monétaire similaire, à savoir d'augmenter ses taux afin de rendre la livre sterling plus attractive, mais la récession qui touche le Royaume-Uni couplée au fait qu'une grande partie des crédits immobiliers britanniques sont contractés à taux variables rend cette décision politiquement impossible et économiquement dangereuse.

En 1988, Stanley Druckenmiller a rejoint l'équipe de George Soros et est devenu son numéro deux. Pendant l'été 1992, il suit de près l'évolution de l'économie britannique. Il comprend rapidement la position délicate dans laquelle se trouve la Banque d'Angleterre. En l'absence de baisse des taux d'intérêt allemands, les solutions qui s'offrent à la livre sterling sont soit la hausse des taux d'intérêt, solution problématique au regard de la situation économique, soit l'intervention sur le marché des changes de la part de la Banque Centrale d'Angleterre, solution par définition temporaire, soit encore la dévaluation de la monnaie nationale, contraire aux principes du système monétaire européen. Druckenmiller comprend que cette dernière

option est la plus probable et il prend position contre la livre sterling en en vendant à découvert.

En septembre 1992, la pression sur les taux de change devient intenable pour la livre sterling. Le gouverneur de la Banque Centrale d'Angleterre demande alors officiellement à son homologue allemand d'abaisser les taux d'intérêt. Il essuie un refus catégorique. Le gouverneur de la Bundesbank rappelle à son homologue britannique que le mandat de la Banque Centrale allemande est la lutte contre l'inflation.

George Soros dit alors à Stanley Drunkenmiller d'augmenter la position de son pari contre la livre sterling qui passe de 2 à 15 milliards. Cette position se révèle effectivement peu risquée puisque s'il n'est pas certain qu'il y ait dévaluation, il est improbable que la livre sterling s'apprécie.

Suite aux déclarations allemandes du mercredi 16 septembre et face à la pression croissante des marchés financiers, Norman Lamont, gouverneur de la Banque Centrale d'Angleterre, n'a plus d'autre choix que de dévaluer la livre sterling. Le fonds de George Soros engrange alors une plus-value de plus d'un milliard de dollars.

George Soros gagnera la réputation de l'homme qui a fait sauter la Banque d'Angleterre même s'il n'a fait qu'accompagner un mouvement économique inéluctable. De fait, il restera beaucoup plus discret sur ses interventions suivantes. En novembre de la même année, il pariera sur la dévaluation de la couronne suédoise empochant également un milliard de dollars dans l'opération.

Suite à l'arrivée de Stanley Drunkenmiller, le fonds de Quantum connaîtra une période de performances exceptionnelles : en 1989, + 31,5 %, en 1990, +29,6 %, en 1991, + 53,4 %, en 1992, + 68,8 % (année du pari gagné contre la livre sterling) et 1993, +63,2 %.

La stratégie «global macro» repose sur l'étude des conséquences de l'évolution des dynamiques macroéconomiques et géopolitiques. Les données économiques que sont les taux d'intérêt directeurs des banques

centrales, le taux de croissance, le taux de chômage, l'évolution de la balance des paiements, le taux d'inflation ou les événements géopolitiques que sont les crises, les conflits ou les guerres ont des répercussions effectives sur toutes les classes d'actifs (actions, obligations, matières premières, marchés immobiliers...). Ces conséquences peuvent être mal évaluées par les marchés financiers ce qui crée des opportunités pour les investisseurs qui suivent cette stratégie. On distingue deux approches, une approche systématique où des algorithmes identifient les mouvements du marché et prennent les décisions d'achat et de vente, et une approche discrétionnaire où ce rôle est dévolu au gérant du fonds.

L'investisseur qui suit ce type de stratégie doit comprendre les conséquences de ces données sur les actifs financiers, c'est-à-dire, identifier les schémas récurrents, comprendre les implications des changements macroéconomiques et analyser le risque lié à ces changements afin de repérer les éventuelles déformations de prix.

▣ Les données économiques

La croissance économique d'un pays a des répercussions sur le taux de change de sa devise. Avec une croissance élevée la monnaie aura tendance à se déprécier puisque les consommateurs de ce pays demanderont plus de biens importés, augmentant la demande de devise étrangère. Cela a aussi des répercussions négatives sur le taux d'inflation qui aura tendance à augmenter.

Le taux de chômage est une donnée importante, un taux de chômage faible aura pour conséquence de générer une pression à la hausse des salaires, et donc *in fine*, de l'inflation. Cela aura également des conséquences positives sur le taux de croissance.

▣ Les données monétaires

La politique monétaire est déterminée par les banques centrales dont le rôle est principalement de contenir l'inflation, et parfois de soutenir le marché de l'emploi comme c'est le cas aux États-Unis. Une banque centrale dispose pour cela de plusieurs outils. Le plus important est

le taux directeur qu'utilisent les banques commerciales pour se refinancer et pour proposer des crédits financiers aux agents économiques (particuliers, entreprises). Une baisse du taux directeur de la Banque Centrale rend le crédit financier moins cher, l'objectif étant de relancer la croissance. À l'inverse, une augmentation des taux aura pour objectif de limiter le taux d'inflation mais aura des conséquences négatives sur la croissance économique.

Une politique monétaire agressive, avec l'utilisation de politiques non conventionnelles par la Banque Centrale, comme peut l'être l'assouplissement quantitatif, qui consiste pour la Banque Centrale principalement à acquérir des bons émis par le Trésor, fera baisser la devise du pays concerné.

Des taux intérêt importants impactent négativement l'activité économique puisque cela renchérit le coût du crédit. Cela peut inciter les investisseurs à se débarrasser de leurs actions pour placer leurs fonds en obligations, plus rémunératrices. Les taux d'intérêt élevés ont des conséquences pour certains secteurs économiques dépendants du crédit immobilier (promotion immobilière, construction, équipementiers).

Un taux d'inflation élevé encourage les banques centrales à augmenter le taux directeur afin d'obtenir un ralentissement de l'activité économique. C'est par ailleurs un mauvais signe pour les investisseurs qui préféreront se défaire d'une monnaie qui se dévalorise.

▣ Le contexte socio-politique (crises, conflits et guerres)

Le contexte socio-politique affecte de plusieurs manières les actifs financiers. Les crises graves, les conflits ou les guerres sont des événements qui ébranlent la confiance des investisseurs. Ces événements ont des conséquences sur les marchés des actions, le marché de la dette ou encore celui des matières premières. À titre d'illustration, un conflit au Moyen-Orient aura des répercussions sur les cours du baril de pétrole et donc, *in fine*, sur la croissance économique mondiale. Les investisseurs peuvent néanmoins bénéficier de conflits majeurs. C'est le coup brillant que réussit Louis Bacon en 1990. En 1988, les finances publiques de l'Irak sont à sec, ce pays sort d'une guerre de presque 10 ans avec l'Iran. Le pays est largement endetté et une grande partie de sa dette est

détenue par le Koweït. À la situation exsangue des finances publiques irakiennes s'ajoutent des accusations par ce pays de dépassement des quotas de production de pétrole par le Koweït et un conflit territorial¹ de plusieurs dizaines d'années. Le 25 juillet 1990, l'Ambassadeur américain en Irak s'inquiète officiellement du regroupement de troupes militaires à la frontière koweïtienne. Le 2 août 1990, l'Irak envahit son voisin koweïtien. À la fin juillet 1990, Louis Bacon avait anticipé que Saddam Hussein allait envahir le Koweït afin de s'emparer de ses réserves pétrolières. Il comprend que cela allait avoir une répercussion négative sur les marchés actions aux États-Unis et positive sur le prix du pétrole, avec une hausse du cours du baril. Il décide donc de vendre à découvert les actions américaines (position short) et d'acheter avec effet de levier des barils de pétrole (position longue). Ce pari boursier lui permet d'enregistrer 86 % de gain sur l'année 1990.

▣ Les risques de la stratégie Global Macro

Cette stratégie demande une observation constante des données macroéconomiques et des décisions des banques centrales. L'analyse systématique des phénomènes économiques doit amener l'investisseur à comprendre les interdépendances qui existent entre les monnaies, les taux d'intérêt et les marchés boursiers. L'un des principaux avantages de cette stratégie est qu'elle est peu corrélée avec les marchés actions. C'est une stratégie qui donne de bons résultats dans les environnements économiques et politiques incertains puisqu'ils sont générateurs de volatilité, notamment sur le marché des devises. C'est une approche de conviction qui demande donc une réactivité de tout instant. Le principal danger de cette stratégie est ce que l'on appelle l'«overcrowding» à savoir que, dès lors qu'un pari boursier devient trop évident au plus grand nombre, la masse de capitaux qui s'y dirigent peut soit obérer le rendement du pari, soit créer un risque systémique.

1 L'Irak prétendait que le Koweït faisait partie intégrante du territoire qui lui appartient depuis l'indépendance de 1932.

« Certaines personnes gagnent de l'argent
en étudiant l'intelligence artificielle,
je gagne de l'argent en étudiant
la stupidité naturelle. »

Carl Icahn

XVIII.

L'activisme

Carl Icahn, l'homme qui inquiète jusqu'aux grands patrons des multinationales

Une stratégie activiste consiste à prendre des participations, généralement minoritaires, dans une société avec l'intention d'obtenir des places au conseil d'administration qui permettront d'imposer des changements majeurs dans la stratégie de cette entreprise.

Carl Icahn est à ce jour l'une des plus grandes fortunes des États-Unis. C'est une figure controversée depuis la fin des années 1970 pour ses acquisitions inamicales d'entreprises, ses « raids financiers » et son activisme dans les conseils d'administration, pas toujours acceptés par les sociétés qui en sont la cible. Son caractère pugnace et son approche sans scrupule ont inspiré le personnage de Gordon Gekko dans le film *Wall Street* d'Oliver Stone.

Au cours des trente dernières années, Carl Icahn a pris des positions substantielles dans un grand nombre de sociétés, parmi lesquelles des fleurons du capitalisme américains : RJR Nabisco, Texaco, Viacom, Revlon, Blockbuster, Motorola ou encore Netflix. Au-delà des rapports financiers, c'est la pertinence du modèle économique qui l'attire. Il investit dans des sociétés qui, selon lui, sont mal gérées, en général celles qui n'intéressent pas ou peu les autres investisseurs et dans lesquelles il pourra apporter des changements significatifs afin de créer de la valeur pour tous les actionnaires.

Une fois qu'il détient un nombre suffisant de parts dans les sociétés cibles, Carl Icahn leur soumet une proposition sous forme de chantage, appelé en anglais *greenmail*¹. Soit la société apporte les modifications de gestion qu'il exige, soit il lance une offre publique d'achat inamicale. Dans le premier cas, les changements doivent permettre, en théorie, de créer de la valeur pour les actionnaires. Dans le second, il contrôlera suffisamment de parts de la société pour imposer lui-même ces changements. Les équipes de gestion privilégient en général la première option sur celle qui ouvre à la porte à un actionnaire activiste qui pourrait envisager de restructurer l'équipe au complet.

Carl Icahn est issu d'un milieu modeste. Il a grandi dans un faubourg défavorisé et dangereux du quartier Queen's de la ville de New York. Ses parents n'ont pas vraiment les moyens de lui payer des études supérieures mais son père lui propose le marché suivant : il financera ses études supérieures seulement s'il est admis à Harvard, Yale ou Princeton. Ses professeurs de lycée partagent le même avis que ses parents : il est très peu probable qu'un lycéen issu d'un tel quartier soit admis dans une université prestigieuse. Il postule néanmoins aux trois universités et, à la surprise générale, il est accepté par les trois. Il choisit Princeton. Son père paie les frais de scolarité qui s'élèvent à l'époque à 750 dollars. À sa sortie de l'université, il commence sa carrière en tant que courtier chez Dreyfus & Co. Il décide peu de temps après d'ouvrir sa propre société d'investissement pour investir sur les marchés financiers. Son oncle, qui a réussi financièrement et qui est satisfait des conseils prodigués par son neveu au cours des années précédentes, lui prête la somme de 400 000 dollars. Il décide d'analyser et d'effectuer le suivi des sociétés faisant l'objet d'une offre d'acquisition par d'autres sociétés. Il connaît un succès fulgurant et, au début des années 1980, sa société est évaluée à 100 millions de dollars. Pour autant, il n'est plus satisfait d'investir dans les sociétés faisant l'objet de rachat, il souhaite reprendre lui-même les sociétés et participer activement au conseil d'administration. En 1985, après plusieurs opérations de rachat et de prise de contrôle, il se sent prêt à s'attaquer aux grands noms des entreprises américaines. Il accumule

1 Chantage en anglais se dit *blackmail*. Le *greenmail* est un chantage positif.

des actions du géant du secteur pétrolier Phillips Petroleum (aujourd'hui ConocoPhillips) puis lance une offre d'acquisition pour 8 milliards de dollars à l'aide d'un LBO (cf. chapitre 20), une technique financière en vogue dans le milieu des années 1980. Le conseil d'administration de la société s'oppose à cette tentative hostile de prise de contrôle et décide d'approuver une pilule empoisonnée (« poison pill ») : une disposition juridique permettant à la société de verser de manière illimitée aux actionnaires des actions supplémentaires, ce qui a pour conséquence de diluer la part de l'investisseur activiste et son possible contrôle de la société cible. Devant l'augmentation du nombre d'actions en circulation Carl Icahn se rétracte, non sans avoir réalisé une plus-value sur les actions de la société. La même année, il s'intéresse à la compagnie aérienne Trans-World Airlines (TWA) qui connaît des difficultés financières. À l'époque, elle vient d'être désignée par le magazine américain *Forbes* comme l'une des sociétés les moins admirées parmi les grandes corporations américaines. Carl Icahn comprend qu'il tient là l'occasion de réaliser une belle opération financière. La situation qu'il a connue avec Philips Petroleum se reproduit : le conseil d'administration de TWA n'accepte pas l'offre publique d'achat. La direction juridique de la société intente même plusieurs actions en justice contre Carl Icahn. TWA recherche un chevalier blanc, une autre compagnie aérienne qui pourrait l'acquérir. Un seul acheteur potentiel se présente : la société Texas Air. L'offre de cette dernière est refusée par les syndicats qui disposent d'un droit de veto. Carl Icahn réussit à prendre le contrôle de TWA et en devient le directeur général. Il redresse la société en imposant des réductions de salaire et des licenciements. Il démissionne en 1991 puis vend ses participations avec une plus-value. La société connaîtra de nouvelles difficultés financières en 1992 puis sera définitivement acquise en 2001 par la compagnie aérienne American Airlines.

L'investisseur activiste n'a plus l'image péjorative du « corporate raider » des années 1980. Il se présente dorénavant comme un créateur de valeur pour l'actionnaire. Sur les dix dernières années, on note une augmentation conséquente du nombre de fonds qui appliquent une stratégie activiste. L'investisseur activiste effectue au préalable une étude approfondie et complète, dite « due diligence », des forces et des faiblesses de la société dont il souhaite partiellement acquérir les actions.

Une fois l'acquisition significative de parts de la société cible – il n'est pas nécessaire de posséder plus de 50 % d'une société pour obtenir une place au conseil d'administration, une minorité de 15 % peut suffire – il en prend le contrôle afin d'obtenir les changements stratégiques qu'il juge nécessaire. Une société qui fait preuve d'une mauvaise gestion, dont la gouvernance est inefficace ou dont les objectifs stratégiques sont flous seront des choix primordiaux pour un investisseur activiste.

L'investisseur activiste n'agit pas seulement comme investisseur mais également comme propriétaire de l'entreprise, en ce sens, il demande des comptes à l'équipe de gestion. L'objectif étant d'améliorer les perspectives de la société cible. Par exemple, il peut être amené à remplacer l'équipe de gestion qu'il juge peu performante ou dont les choix stratégiques sont contestables.

Les investisseurs activistes mettent en œuvre plusieurs types d'actions : La première est l'optimisation du capital. C'est le cas lorsque le management de la société ne distribue pas suffisamment de dividendes aux actionnaires. L'investisseur activiste oblige la société cible à distribuer les liquidités dont elle dispose aux actionnaires.

La deuxième consiste à chercher des partenaires complémentaires pour mettre en place une fusion entre les deux sociétés. Cela peut être une solution à envisager lorsque des concurrents se partagent un marché restreint et que la compétition les pousse à tirer les prix vers le bas, réduisant ainsi les marges. La fusion permet dans ce cas-là de réaliser des économies d'échelle et de maintenir les marges financières.

Une autre stratégie consiste à se séparer, par l'intermédiaire d'un spin-off, de branches d'activité ou de divisions peu rentables. La société augmente ainsi mécaniquement ses ratios et devient plus attrayante pour les investisseurs. Cette vente permet également de financer le développement économique de l'activité principale de la société.

▣ Les risques de l'activisme en investissement

Le principal obstacle à la mise en place de cette stratégie est la difficulté que peuvent rencontrer les investisseurs activistes pour prendre le contrôle de la société cible. Les acquisitions hostiles entraînent des

réactions rarement bienveillantes de la part de l'équipe de gestion en place, comme les pilules empoisonnées ou le recours aux chevaliers blancs. L'une des difficultés majeures pour l'investisseur est d'identifier les sources de création de valeur. Il ne suffit pas d'acquérir une part substantielle de l'entreprise, encore faut-il être capable d'apporter des idées innovantes et efficaces ou d'engager des réductions de coûts non destructrices de valeur. Il faut ensuite garder à l'esprit que lorsque l'investisseur activiste souhaite céder les actions de la société dont il a pris le contrôle, il le fera en vendant un grand nombre d'actions sur le marché, ce qui aura nécessairement des répercussions négatives sur le prix de l'action.

« Nous voulions des voitures volantes,
à la place nous avons obtenu
140 caractères ».

Peter Thiel

XIX.

L'investissement dans le capital-risque

Peter Thiel, Paypal, LinkedIn et Facebook

Investir dans des start-ups consiste à prendre des participations dans des sociétés en démarrage qui n'ont pas ou peu d'historique de rentabilité. L'objectif de l'investisseur est de revendre sa participation plusieurs fois le montant investi après une introduction en bourse ou un rachat par une autre entreprise.

Peter Thiel a connu un parcours exceptionnel dans la Silicon Valley. 1998 marque le début de la vague internet. Des sociétés comme Amazon, Yahoo ou encore eBay connaissent un intérêt croissant sur le NASDAQ, la bourse des valeurs technologiques américaine. Peter Thiel a alors 29 ans. Il a l'idée de créer un système de paiement pour simplifier les transactions futures des utilisateurs d'Internet. C'est la naissance de Paypal. Il revend cette société en 2002 au géant de l'internet eBay pour 1,5 milliard de dollars. En 2004, il crée Palantir une société d'analyse de données en ligne, qui signe des clients prestigieux comme le Département de la Défense américain (en décembre 2015, la valorisation de Palantir est d'environ 20 milliards de dollars).

En 2005, il prend des participations à hauteur de 10 % dans une jeune société internet qui a désespérément besoin de liquidités. Cette entreprise s'est construite autour de l'idée que les internautes vont trouver un intérêt croissant à publier et diffuser leur identité en ligne. Il est toujours au comité de direction de cette société : Facebook.

Cette suite de succès ne s'arrête pas là puisqu'il a également pris des participations en tant que fondateur dès l'origine dans des sociétés comme LinkedIn ou Yelp.

S'il n'est pas rare que des entrepreneurs deviennent investisseurs après la revente de leur société, seule une minorité d'entre eux peut se prévaloir d'avoir investi par la suite avec succès dans un grand nombre d'entre elles.

La réussite de Peter Thiel repose sur des principes déterminés. Il déclare qu'il ne faut investir dans une start-up qu'à partir du moment où celle-ci peut obtenir un jour le monopole sur son marché. En d'autres termes, la société doit créer de la valeur de façon significative et doit capturer une partie significative de cette valeur. À titre d'illustration, le marché nord-américain de l'industrie de l'aviation est de 190 milliards de dollars alors que celui des moteurs de recherche internet est d'environ 50 milliards de dollars. Mais une société comme Google arrive à conserver 20 % de ses revenus alors que la rentabilité des sociétés aériennes n'est au plus que de 1 %. La raison tient au fait que les compagnies aériennes se livrent une concurrence féroce. La start-up doit donc avoir un avantage compétitif durable.

Selon Peter Thiel, il ne faut investir que dans les start-ups qui respectent les quatre règles suivantes :

1. Présence d'une technologie supérieure à celle des concurrents

Peter Thiel parle d'une technologie 10 fois supérieure à celles des concurrents. Si cela est difficilement mesurable, il faut que la technologie élaborée soit significativement meilleure que celle du premier concurrent. Il faut ainsi se concentrer sur les sociétés qui peuvent créer un monopole sur le marché de leur savoir-faire. L'erreur serait d'essayer de capter 1 % d'un marché de 100 milliards de dollars, ce qui obligerait à s'attaquer à une compétition très robuste et aurait peu de chance de succès.

2. Existence d'effet de réseau

Cette technologie doit voir son effet se démultiplier dès lors que le grand public l'adopte. C'est le cas notamment de Microsoft Office ou de Paypal. Plus les utilisateurs qui les adoptent sont nombreux, plus de nouveaux utilisateurs seront incités à faire de même pour pouvoir « communiquer » avec les premiers. La technologie devient une norme standard pour les utilisateurs.

3. Possibilité de bénéficier d'économies d'échelle

Les économies d'échelle vont faire bénéficier une start-up de l'arrivée de nouveaux utilisateurs sans que cela engendre de nouveaux coûts.

4. Création d'une forte notoriété

La notoriété de la marque est d'une importance capitale pour le développement d'une start-up. Les qualités que la start-up souhaite communiquer doivent se retrouver dès l'évocation de la marque. La notoriété d'Apple repose sur la qualité et le beau design de ses produits. Google réussit à attirer les meilleurs talents parce qu'il est de notoriété que c'est une entreprise où il est agréable de travailler.

Un investisseur intéressé par des prises de participation dans des start-ups peut s'adresser à des clubs de business angels, des groupes spécialisés sur les réseaux sociaux, des chambres de commerce ou encore des incubateurs.

Pour sélectionner la start-up dans laquelle investir, l'investisseur se doit de répondre aux questions suivantes :

- Quelle épine le produit ou le service proposé par cette entreprise retire-t-elle du pied de ses utilisateurs ?

Il s'agit ici de comprendre l'intérêt que le produit ou le service offre à ses futurs clients. L'investisseur se devra d'évaluer l'existence d'un avantage concurrentiel durable sur les concurrents potentiels de l'entreprise qui retient son intérêt (type de technologie, brevet, marque).

- Quel est le marché du produit ou du service proposé par cette entreprise ?

L'évaluation du marché potentiel oblige à comprendre non seulement qui sont les futurs clients ou utilisateurs, c'est-à-dire les caractéristiques intrinsèques du marché (typologie, taille et volume des prospects, localisation géographique, habitudes de consommation), mais également d'évaluer la concurrence (concurrents directs, potentiels, substituts, positionnement par rapport à la concurrence).

- Quel sont les risques inhérents à cette entreprise ?

Il s'agit ici d'établir le due diligence de la société. Le due diligence consiste à auditer de manière approfondie les aspects commerciaux (canaux de distribution, méthodes de ventes), techniques (conception du produit), marketing (plan de communication, branding) légaux (respect des réglementations, contrats de travail) et financiers (revenus et coûts de fonctionnement, utilisation des fonds), ainsi que la gestion des ressources humaines (équipe de gestion) de la société cible.

Il faut noter qu'il n'existe pas de science exacte de valorisation des projets. Avant tout, la valorisation est le reflet de l'accord entre l'investisseur et l'entrepreneur qui s'entendent sur un prix. Ce prix est habituellement déterminé par des méthodes comptables. Elles reposent sur des hypothèses documentées de la part de l'entrepreneur.

▣ Méthode de l'actualisation des flux de trésorerie

Il s'agit de déterminer les revenus de l'entreprise sur les cinq prochaines années et de les actualiser. Les flux de trésorerie se calculent de la façon suivante :

Flux de trésorerie = Excédent brut d'exploitation – impôt sur les sociétés – besoin en fonds de roulement – montant consacré aux investissements

Afin d'actualiser les flux de trésorerie (f), l'investisseur utilisera un taux (a) qui correspond au taux minimal attendu de la part de son investissement.

Valorisation de la société = f année 1 x (1 + a) + f année 2 x (1 + a)² + ... + f année n x (1 + a)^{année n} + Valeur finale de l'entreprise x (1 + a)⁽ⁿ⁾

La valeur finale (VF) de l'entreprise est calculée par la méthode de Gordon-Shapiro à savoir :

$$VF = (f_{n+1}) / a - \text{«croissance annuelle du flux de trésorerie après»}$$

n+1

L'investisseur en direct dans des sociétés en création doit avoir des connaissances juridiques de base ou se faire accompagner par un conseil juridique.

Voici quelques-uns des points auxquels il faut porter une attention particulière :

Droits de liquidation préférentielle

L'investisseur peut négocier des droits préférentiels de liquidation. Cela lui confère la possibilité de récupérer ses capitaux initiaux (voire un multiple de ceux-ci) si l'entreprise pour une raison quelconque est vendue en dessous du retour sur investissement espéré.

Protection en cas de dilution

L'investisseur peut négocier des droits de sauvegarde vis-à-vis du risque de dilution. Cela lui confère la possibilité d'acquérir des actions à prix préférentiel dans le cas où l'entreprise doit faire appel à des capitaux extérieurs à un prix inférieur à celui payé par l'investisseur.

Droits aux dividendes

L'investisseur peut négocier des droits préférentiels aux dividendes. Il recevra ainsi les dividendes chaque année quels que soient les résultats de l'entreprise.

Droit de sortie conjointe

L'investisseur peut négocier des droits de sortie conjointe. Cela lui permet en cas de vente de l'intégralité ou d'une partie des actions de la société de vendre lui-même tout ou partie des actions de la société. L'investisseur s'assure ainsi que l'entrepreneur ne pourra pas vendre ses actions si l'acquéreur n'achète pas également les siennes.

Coûts juridiques

L'investisseur peut négocier le paiement par l'entrepreneur des coûts juridiques engendrés par son investissement.

Au-delà des aspects juridiques, l'investisseur qui souhaite investir dans des start-ups devra prêter attention aux informations financières. En effet, près de la moitié (49, 5 %) des start-ups font faillite avant leur cinquième année d'existence.

Burn-rate important

C'est le ratio mensuel d'utilisation des ressources financières. Une société financée à hauteur de 100 000 euros qui a utilisé 60 000 euros après 6 mois d'existence a un burn-rate de 10 000 euros par mois. Ce paramètre laisse présager de la durée de vie de la société avant une nouvelle levée de fonds ou de sa faillite. Un burn rate important indique que la société devra probablement lever des capitaux rapidement au prix d'un fort investissement en temps et en énergie de la part de l'équipe de gestion.

Vérification des hypothèses financières

Les chiffres présentés par les entrepreneurs souffrent parfois d'inexactitudes qu'il convient de corriger. L'investisseur demandera une justification de toutes les hypothèses avancées dans le business plan. Il comparera ces hypothèses avec celles de sociétés similaires.

Absence de due diligence

L'investisseur n'investira pas sans avoir effectué un due diligence en bonne et due forme. Etre co-investisseur ne garantit pas que les autres investisseurs l'aient effectué.

Garantie de passif

L'investisseur portera une attention particulière aux chiffres présentés dans les bilans comptables. La garantie de passif permettra à l'investisseur d'être indemnisé par l'entrepreneur en cas de différence entre la réalité et les chiffres comptables présentés.

« Dans un monde où les taux d'intérêt sont très bas, le levier est l'une des principales stratégies de l'investisseur. »

Mohamed el-Erian

XX.

Le Leverage Buy-Out (LBO)

L'OPA de RJR Nabisco par le fonds
de capital-investissement KKR

**Le LBO est un mécanisme financier permettant d'acquérir
une société en ayant largement recours à l'endettement.**

À ce jour, KKR se classe au deuxième rang des fonds de capital-investissement les plus importants au monde si l'on considère la masse des capitaux levés sur les cinq dernières années. KKR est l'acronyme de Kohlberg Kravis Roberts, une société fondée en 1976 par Jérôme Kohlberg et ses cousins, Henry Kravis et George Roberts, tous trois anciens employés de la banque d'investissement Bear Stearns. C'est une société de capital-investissement spécialisée dans les acquisitions à effet de levier. Elle jouit au début des années 1980 de la réputation d'être l'acteur majeur dans le milieu financier des sociétés opérant par LBO.

Au milieu des années 1980, RJR Nabisco est l'un des plus importants conglomérats américains. L'entreprise est issue de la fusion entre le géant du tabac RJ Reynolds (qui possède des marques comme Camel, Winston ou encore Newport) et Nabisco une société américaine de snacks et biscuits (qui détient des marques comme Oreo, Ritz Crackers, Del Monte ou Belin). Cette fusion a été menée par Tylee Wilson, le directeur général de RJ Reynolds, qui devient le directeur général de l'ensemble ; Ross Johnson, le directeur général de Nabisco, en devient le directeur des opérations. En 1986, Ross Johnson prend la direction

de RJR Nabisco après avoir évincé Tylee Wilson. Les deux sociétés produisent des gammes de produits bien différents mais qui, selon les analystes financiers, partagent des similarités stratégiques pour leur développement futur : un réseau de distribution proche et des clients loyaux. Ces similarités doivent pouvoir créer des synergies positives pour les résultats financiers de la société et, corollairement, pour son cours de bourse. Au cours de la première partie de l'année 1987, le cours de bourse de RJR Nabisco ne retrouve pas son plus haut historique et oscille autour de 70 dollars malgré les synergies générées par le nouvel ensemble. À la suite du krach financier d'octobre de la même année, l'action plonge à 40 dollars et se redresse péniblement les mois suivants, pour atteindre les 50 dollars. Ross Johnson s'inquiète de la faiblesse du cours de bourse. Il cherche tout d'abord des solutions commerciales : il lance sur le marché la première cigarette sans fumée, qui sera un échec. Il met ensuite en application des solutions financières : il fait appel à plusieurs banques d'investissement pour être conseillé sur d'éventuelles nouvelles acquisitions que le conglomérat pourrait faire. Ses interlocuteurs bancaires lui recommandent d'effectuer un LBO ou leverage buy-out sur la société elle-même. Cette technique financière permet à l'acquéreur d'utiliser une partie conséquente de dette par rapport à l'apport financier afin de faire l'acquisition d'une société et de rembourser la dette contractée avec les dividendes générés par la société cible. Cette technique est donc particulièrement adaptée à des sociétés dont la valeur intrinsèque n'est pas reflétée dans le cours de bourse. Les banques d'investissement considèrent en effet que la valeur boursière de RJR Nabisco est sous-évaluée. La principale raison tient au fait que RJR Nabisco est perçue comme un fabricant de tabac, un type de société généralement tenu à l'écart de l'allocation d'actifs des fonds d'investissements.

Parmi les conseils financiers que RJR Nabisco consulte, la société de conseil en investissement qui suggère à Ross Johnson l'idée du LBO est KKR. Elle a réalisé deux ans auparavant le LBO le plus important de l'histoire : le rachat de la société Béatrice pour 6,4 milliards de dollars.

Avec le management de la société, Ross Johnson se laisse convaincre d'engager un LBO pour racheter la société aux actionnaires. L'objectif est de vendre les activités moins rentables du conglomérat afin de

rembourser sa dette et de faire monter son cours de bourse. Il soumet l'idée à une autre banque, la banque d'affaires Shearson Lehman (qui deviendra Lehman Brothers en 1994), qui l'approuve. Ross Johnson exige des conditions financières particulièrement avantageuses, notamment 20 % des actions pour lui et six autres personnes de son équipe et un droit de veto sur certaines décisions stratégiques du conseil d'administration, comme par exemple celle du remplacement du directeur général, en l'occurrence lui-même. Shearson Lehman accepte ces conditions extravagantes.

Ross Johnson propose donc en octobre 1988, sous les conseils de Shearson Lehman, une offre de rachat aux actionnaires de RJR Nabisco à hauteur de 75 dollars par action. Le cours de l'action est alors de 55 dollars. Cette proposition valorise la société à 17 milliards de dollars. Ayant dans son équipe le management de la société, il est certain que son offre remportera l'adhésion du conseil d'administration. Quelle société prendrait le risque considérable de proposer une contre-offre sans le soutien de l'équipe qui gère RJR Nabisco ?

KKR apprend les intentions de Ross Johnson et ne compte pas se laisser faire, après tout, le LBO est son idée. Très intéressé par l'opération financière, KKR propose 90 dollars par action. En comparaison, l'offre de Ross Johnson fait pâle figure. Une bataille de plusieurs semaines s'engage alors entre plusieurs acteurs financiers qui souhaitent s'emparer du conglomérat. Fin novembre, c'est finalement KKR qui l'emporte avec un prix par action de 109 dollars valorisant la société à plus de 24,5 milliards de dollars. L'équipe de Ross Johnson ira jusqu'à proposer une offre de rachat à 111 dollars par action mais celle-ci sera refusée par le conseil d'administration, d'une part à cause de la structuration de la dette et, d'autre part à cause des conditions ubuesques demandées par Ross Johnson.

L'opération de rachat par le fonds de capital investissement KKR de NJR Nabisco restera pendant longtemps le plus gros LBO de l'histoire.

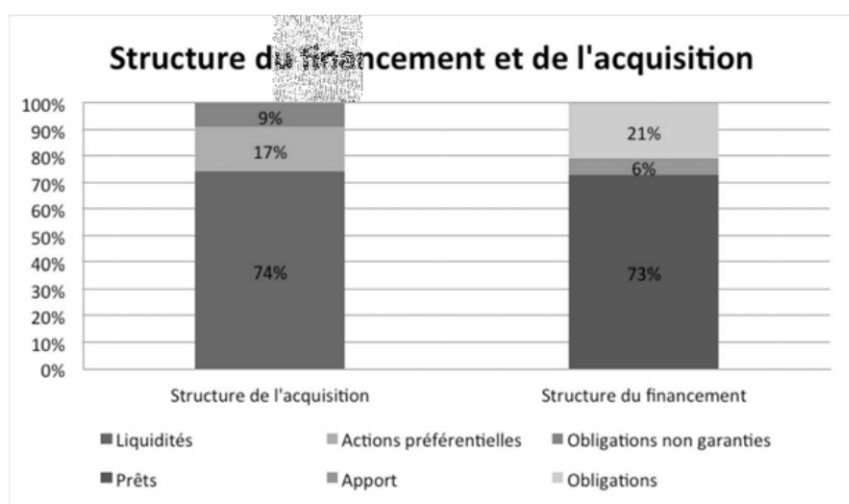
Les 24,5 milliards de dollars ont été payés aux actionnaires de la manière suivante :

- 74 % de liquidités
- 17 % d'actions préférentielles du conglomérat

- 9 % d'obligations non garanties convertibles en actions du conglomérat

La structure du financement des 24,5 milliards de l'opération est répartie ainsi :

- 73 % de prêts de banques américaines, canadiennes, européennes et japonaises
- 6 % provenant d'investisseurs du fonds KKR (dont seulement 15 millions de KKR)
- 21 % d'obligations à taux variables émises par KKR



Une opération de LBO est une opération de rachat d'une entreprise dont l'acquisition se fait en grande partie par la dette bancaire. L'objectif d'une opération de LBO est de maximiser la rentabilité d'une acquisition. Il s'agit donc de revendre à terme la société avec une plus-value. L'augmentation de la valorisation de la société cible est obtenue par l'amélioration de ses performances. L'utilisation d'un effet de levier financier accroît la rentabilité de l'investisseur.

La première étape de la mise en place d'une telle stratégie est d'effectuer un due diligence sur la cible potentielle. Une fois cette société cible identifiée, l'investisseur va créer une société holding qui va s'endetter auprès d'organismes financiers et d'institutions bancaires. Le capital de cette société est détenu par l'investisseur et éventuellement, pour partie, par l'équipe de gestion.

La société cible doit générer des flux financiers importants qui remonteront à la société holding pour rembourser la dette contractée.

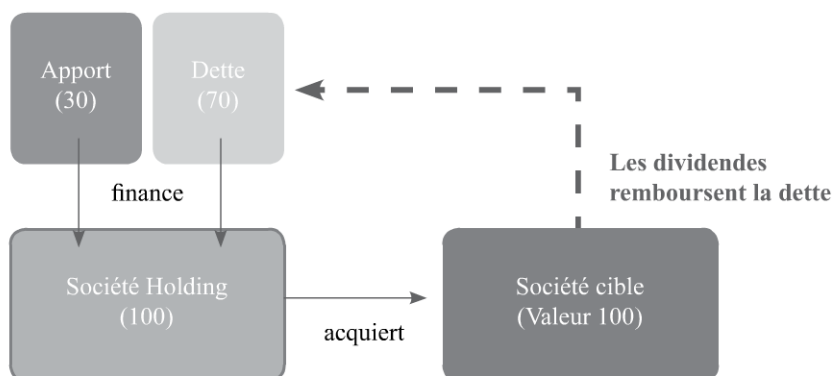
Plus l'apport de l'investisseur est limité, plus la part de financement est importante, et plus le retour sur investissement sera considérable... mais également plus l'opération est risquée si la stratégie mise en œuvre pour l'entreprise cible ne donne pas les résultats escomptés.

Une fois le montage financier prêt et l'acquisition réalisée, l'investisseur doit s'assurer de la pérennité de son investissement, et notamment de sa capacité à générer des flux de trésorerie positifs. L'une des stratégies appliquées par les investisseurs mettant en place des LBO consiste à appliquer des plans de réduction des coûts. Il ne s'agit pourtant pas de payer la dette uniquement avec la cession d'éléments des actifs de l'entreprise puisqu'une partie de la réussite du LBO réside dans la possibilité de revendre à terme la société cible avec un bénéfice.

Caractéristiques d'une cible potentielle d'un LBO :

- une situation financière saine : existence de flux de trésorerie stables et prévisibles, et d'un endettement limité ;
- une équipe de gestion qui possède une expérience prouvée et réussie ;
- un potentiel de croissance existant dans le développement de l'activité ;
- un avantage compétitif significatif : barrières à l'entrée du marché, clientèle fidèle, brevet ou encore notoriété de la marque.

Supposons l'acquisition d'une société cible dont la valeur est de 100. L'investisseur qui possède un apport de 30 va trouver un financement bancaire à hauteur de 70. Les dividendes versés par la société cible serviront à rembourser les intérêts et le capital de la dette contractée.



Supposons qu'après cinq ans, la société cible, grâce à sa stratégie de développement, soit évaluée à 120. Pendant cette même durée, les dividendes ont remboursé 50 sur les 70 de dette contractée. La dette restante à solder est ainsi de 20 (70-50).

Si cette société est vendue, après remboursement de la dette restante, le gain net pour l'investisseur est ainsi de 100 (120-20).

L'investisseur lui n'a placé que 30. Son opération lui apporte donc 233 % (100-30/30).

Le taux de rendement interne annuel de son opération est de 27,23 %.

La dette du LBO recouvre diverses formes :

La dette senior est la dette remboursée prioritairement par rapport aux autres dettes. Son terme est généralement entre 5 et 8 ans (parfois en plusieurs tranches remboursables sur des durées et avec des modalités différentes). Elle est accordée par une ou plusieurs (on parle alors de *dette syndiquée*) institutions financières.

La dette subordonnée est remboursée après que l'ait été la dette senior. Elle est donc plus risquée et son coût est plus élevé. Son terme est généralement plus long que celui de la dette senior, environ de 7 à 10 ans. Elle peut être contractée sous la forme d'obligations haut rendement ou d'obligations convertibles. On parle alors de *dette mezzanine*.

La dette subordonnée est accordée généralement par des fonds d'investissement ou des investisseurs spécialisés. L'intérêt de la dette subordonnée est de réduire l'apport des capitaux propres et donc de maximiser le retour sur investissement.

Cette stratégie d'investissement est complexe et n'est pas accessible à tous les investisseurs. Si elle ne demande pas beaucoup de capital de départ par rapport au montant de l'acquisition de la société cible, elle demande un recours à l'endettement, ce qui n'est pas sans générer quelques risques en cas de baisse de la valorisation de la société cible. Cela peut amener la société à la faillite.

Cette stratégie demande également à l'investisseur des compétences de gestion une fois la cible acquise. Le changement de l'équipe de gestion peut parfois être salubre dans la mesure où l'investisseur apporte des idées neuves à la stratégie de développement et où la politique de réduction des coûts imposée par l'investissement peut mettre fin à certains excès en apportant de la discipline dans la gestion des dépenses. Mais cette restructuration a souvent un impact sur un grand nombre d'employés qui se retrouvent licenciés.

Les principales difficultés du LBO résident à la fois dans l'identification des sociétés cibles et dans la stratégie de cession de l'activité.

« Investir dans l'immobilier sans effet
de levier, c'est comme un boxeur
qui rentrerait sur le ring sans gant. »

Sam Zell

XXI.

L'investissement immobilier

Sam Zell, l'homme qui danse sur les tombes

L'investissement dans l'immobilier consiste à acquérir un bien immobilier dans le but de générer un revenu ou une plus-value. Il se différencie de l'immobilier de jouissance dont l'objectif est de servir de résidence première ou secondaire.

Sam Zell est l'un des investisseurs dans l'immobilier les plus importants des États-Unis. Ses avis sur le marché sont écoutés et suivis avec attention. Faisant preuve d'un flair exceptionnel, il a vendu une partie de son groupe immobilier en 2007, au plus haut de la bulle immobilière, au groupe Blackstone pour 39 milliards de dollars. En 2012, alors que le marché immobilier était encore convalescent, il acquiert le portefeuille d'appartements du groupe Lehman Brothers Holding.

Fils d'un émigrant polonais, Sam Zell est l'icône américaine de l'investissement immobilier. Il est encore étudiant à l'Université du Michigan quand il réalise sa première opération sur ce marché. Le voisin de l'un de ses amis vient d'acquérir un immeuble et souhaite en faire des résidences étudiantes. Sam Zell lui propose d'en assurer la gestion en échange d'un logement gratuit. Il crée alors la brochure commerciale et gère l'administration de l'immeuble. Cette première réussite lui permettra, alors qu'il est toujours étudiant, de gérer la totalité du parc immobilier du propriétaire. L'année suivante, une société

de développement immobilier, impressionnée par ses connaissances des besoins des étudiants, lui propose un contrat pour la gestion de 4 000 appartements. En 1967, un an après sa sortie de l'université, il crée Equity Group Investment.

De la fin des années 1960 jusqu'au début des années 1970, les États-Unis connaissent une période d'intense construction immobilière. Le resserrement de la politique monétaire à la suite des accords de Bretton Woods a des conséquences sur les taux d'intérêt. De nombreuses sociétés de développement immobilier ont des difficultés à trouver un financement ce qui entraîne des abandons de projet ou des cessions à moindre coût afin de rembourser les crédits contractés.

Sam Zell saisit l'occasion d'acquérir à prix avantageux des projets immobiliers de qualité. Fort de son expérience de gestion de parc immobilier, il reste à l'écoute de ses locataires ce qui lui assure un taux élevé d'occupation de ses logements. Mettant à profit au maximum les bénéfices de l'effet de levier, il s'assure néanmoins que les loyers perçus restent supérieurs au service de la dette. Il publie un article dans l'édition hiver de la revue *Real Estate Review* où il explique sa stratégie : l'investissement immobilier doit être très bien situé, la construction doit être de grande qualité et le prix proposé doit être décoté de 30 % à 70 % par rapport à son coût de construction. Il explique « danser sur le squelette des erreurs des autres promoteurs immobiliers », ce qui lui vaudra le surnom de l'homme qui danse sur les tombes.

Selon Sam Zell, l'investisseur immobilier doit respecter quatre règles fondamentales :

♦ **Comprendre que le prix dépend de l'offre et de la demande.**

Il recherche particulièrement les endroits où la densité de population est importante. Il s'intéresse également aux effets de la réglementation politique sur le marché immobilier et prête une attention particulière aux coûts de construction.

♦ **Comprendre les inconvénients du système locatif.**

Si la durée des baux est particulièrement courte, il faut avoir conscience du coût généré par la recherche et le remplacement des locataires.

♦ **Comprendre qu'un partenaire est celui qui partage le même niveau de risque.**

Le partenaire doit apporter ses connaissances sur le marché immobilier. Sam Zell recommande de trouver un partenaire dont les connaissances sont supérieures à celles de l'investisseur mais qui partage les mêmes intérêts.

♦ **Comprendre que, dès lors que tout le monde part à droite, il faut regarder à gauche.**

La stratégie d'acquisition de biens immobiliers est régie par un principe d'une simplicité étonnante : la règle de l'emplacement. C'est l'emplacement du bien immobilier et ses accès à certains services (écoles, transports, commerces) qui détermineront sa valeur pour le futur acheteur ou le futur locataire.

On distingue généralement trois approches différentes mais parfois conciliables pour investir dans l'immobilier. Il s'agit de l'approche valorisation, l'approche par les revenus et l'approche par le levier.

▣ **L'approche valorisation**

L'approche valorisation consiste à générer une plus-value sur le bien immobilier à l'acquisition ou à la revente.

La plus-value à l'acquisition peut être obtenue dans le cas d'une négociation réussie avec le cédant. Pour cela, il est nécessaire d'acquérir le bien immobilier en dessous de sa valeur du marché, c'est-à-dire en dessous du prix payé par d'autres investisseurs pour des biens équivalents. La négociation peut tourner à l'avantage de l'acquéreur dès lors que le vendeur souhaite vendre rapidement son bien, si le bien se trouve depuis longtemps sur le marché sans acquéreur ou dans le cas où un promoteur immobilier chercherait à céder les derniers lots (en général ce sont les moins attractifs mais il est possible d'obtenir un rabais important).

Une stratégie de plus-value à l'acquisition peut également faire appel à la réalisation de travaux ou aménagements intérieurs. Ces améliorations doivent créer de la valeur ajoutée pour un futur acquéreur. Par exemple, dans les quartiers où il n'existe que peu de biens immobiliers

de grande surface, l'acquisition de deux biens mitoyens dans le but de les unifier créera une valeur certaine pour des acquéreurs ou locataires à la recherche de biens immobiliers de grande surface.

La plus-value à la revente consiste à investir dans un bien immobilier avec l'espoir de le revendre à terme avec une plus-value. Il s'agit ici de bien comprendre les ressorts du marché immobilier qui font appel à plusieurs dimensions d'analyse comme la surface disponible de biens immobiliers dans le secteur concerné, la sécurité juridique de l'investissement, la croissance économique, l'indispensabilité du lieu, l'effet de mode ou encore l'effet de rattrapage.

- La surface de biens disponible consiste à comprendre ce qui peut permettre à la fois d'augmenter et de diminuer la surface disponible à la construction (les villes comme Monaco ou Hong-Kong ne disposent que d'un espace très limité) et le solde migratoire du lieu considéré (s'il est positif, cela provoquera invariablement une pression à la hausse sur le prix des biens immobiliers dans le futur).
- La sécurité juridique de l'investissement consiste à comprendre la protection que l'investisseur obtient lors de son acquisition immobilière. Dans certains pays, cette protection est très limitée, ce qui rend l'investissement périlleux.
- La croissance économique a un effet positif sur les revenus des ménages. Elle est à mettre en relief avec les taux directeurs de la Banque Centrale. Une solvabilité importante et des taux bas sont une grande incitation à l'acquisition immobilière et exercent donc une pression à la hausse sur les prix.
- L'indispensabilité du lieu consiste à évaluer l'importance stratégique du lieu (capital, hub régional, présence d'aéroport international).
- L'effet de mode existe sur des lieux qui passent du jour au lendemain sous le feu des projecteurs et intéressent un grand nombre d'investisseurs. C'est le cas notamment de Saint-Tropez, petit village de pêcheur à l'origine qui est devenu en quelques années un haut lieu de la jet-set.
- L'effet de rattrapage est souvent le résultat d'une crise politique ou économique majeure. Durant ce type de crise, il n'y a pas ou peu de nouvelles constructions. À la fin de la crise, les potentialités d'acquisition sont renouvelées alors que les nouvelles constructions ne sont pas encore sorties de terre.

▣ L'approche par les revenus

Cette approche consiste à acquérir un bien immobilier dans le but de percevoir les loyers versés par le locataire. Les loyers seront d'autant plus élevés qu'ils concernent des lieux fortement demandés. La fourniture de mobilier, dans le cadre d'une location meublée, est également une justification pour percevoir des loyers supérieurs à la moyenne.

Il est possible de mettre en place une approche par les revenus en acquérant plusieurs biens immobiliers, éventuellement avec le concours d'autres investisseurs. Cette mutualisation des locataires permet de réduire le risque d'impayés. C'est ce que proposent les véhicules d'investissement collectifs comme les REIT aux États-Unis ou les SCPI en France.

▣ L'approche par l'effet de levier

Ce type d'approche fait appel à un financement bancaire. Elle consiste à acquérir un bien immobilier en finançant une partie de l'acquisition grâce au crédit financier. Plus l'effet de levier est important, c'est-à-dire plus l'apport est faible par rapport au financement bancaire, plus le retour sur investissement est important en cas de hausse du marché immobilier. C'est une approche à privilégier lorsque les taux d'intérêt d'emprunts bancaires sont bas.

Supposons un investisseur qui apporte 10 et emprunte 90 pour acquérir un bien immobilier d'une valeur de 100. Si le bien immobilier se revalorise de 2 % (à 102). L'investisseur gagne 20 % (2/10).

L'approche de l'investissement dans l'immobilier concerne en premier lieu les investisseurs qui souhaitent conserver un contrôle sur leurs investissements. L'immobilier est un actif tangible et visible et les loyers peuvent être perçus régulièrement. Il n'est pas corrélé aux autres marchés actions et obligations.

Chaque approche dans l'investissement immobilier comporte des risques qui lui sont propres. L'approche par la valorisation demande une recherche importante sur le marché immobilier et en cas de réalisation de travaux, il convient d'y consacrer beaucoup d'efforts et de temps.

L'approche par l'effet de levier fait courir le risque d'une perte de locataires ou d'un retournement du marché immobilier. Dans le premier cas, l'investisseur se retrouve à payer des mensualités d'emprunt importantes sans percevoir les loyers qui permettent d'en couvrir tout ou partie. Dans le second, l'effet de levier agit négativement sur la valeur totale de l'acquisition.

D'une manière générale, l'investissement immobilier souffre de coûts d'entretien et de gestion élevés et n'est pas un investissement liquide. La vente d'un bien immobilier peut prendre plusieurs mois.

« Plus les choses vont mal, plus elles iront mieux. Quand les choses sont mauvaises, elles ne peuvent que s'améliorer. »

David Tepper

XXII.

L'acquisition d'actifs en difficulté

David Tepper, le roi des acquisitions décotées

Cette stratégie consiste à acquérir des actifs au bord de la faillite, souvent dans le cadre d'un régime légal de protection des faillites, en pariant sur le redressement de la société.

Entre 1993 et 2015, le retour sur investissement annuel du fonds de David Tepper est de 25 %. Il doit cette performance exceptionnelle à une stratégie pour le moins atypique, celle de s'intéresser aux sociétés en difficultés financières. Il est aujourd'hui l'un des gérants de hedge fund les plus riches au monde avec une fortune personnelle supérieure à 10 milliards de dollars.

C'est durant ses études à l'Université de Pittsburg que David Tepper commence s'intéresser aux marchés financiers. Il donne alors à son père deux recommandations sur des acquisitions d'actions de sociétés. Malheureusement, l'une d'entre elles fera faillite quelques mois plus tard. Cela éveille en lui l'intérêt pour les sociétés en difficultés. Il poursuit ses études à l'école de commerce¹ de l'Université de Carnegie Mellon et y décroche un MBA. Il rentre ensuite chez Goldman Sachs dans le département des obligations à haut rendement. Les obligations

1 L'école porte le nom de David Tepper après qu'il lui ait fait une donation de 67 millions en 2013.

à haut rendement sont émises par des sociétés qui connaissent des difficultés de financement. En 1993, âgé de 36 ans, il crée son fonds d'investissement Appaloosa Management. La stratégie d'investissement du fonds repose justement sur l'acquisition d'actifs décotés. L'une de ses premières acquisitions est la prise de participation dans la société Algoma Steel, une société canadienne de production d'aluminium. En 1993, la société se trouve alors sous la loi de protection contre les faillites. David Tepper découvre, en lisant le prospectus d'information, que les actions préférentielles de la société sont adossées à l'usine et au siège social de la société. Il comprend que le risque de perte de ses capitaux est limité, il investit alors dans ses actions qui sont cotées à 0,20 dollars. Il les revend quelques mois plus tard à 0,70 dollars.

Dans le courant de l'année 1997, la crise asiatique, originaire de Thaïlande, s'étend aux autres pays de cette région. La Corée du Sud est l'un des pays dont la bourse des valeurs financières est la plus affectée. La devise nationale, le won coréen, perd 50 %. David Tepper prend néanmoins position à l'achat sur les marchés financiers sud-coréens et réalise une performance de 30 % cette année-là. Cette situation le conforte dans sa stratégie : lorsque l'analyse financière d'une société témoigne de sa solidité financière, il faut prendre patience, le temps que la crise se passe. En 2002, il réalise une nouvelle opération très profitable avec l'acquisition de la dette senior de la société Marconi. Il découvre en effet que la valeur des liquidités sur les comptes bancaires de la société est supérieure à sa capitalisation en bourse.

La stratégie d'investissement de David Tepper est proche de celle de Warren Buffett, en ce qu'il investit lorsque les autres investisseurs prennent peur. Elle s'en différencie en ce qu'il sélectionne particulièrement les sociétés qui connaissent des difficultés financières ou lorsque la panique s'empare des marchés financiers. La situation qui illustre le mieux cette stratégie se déroule pendant le point culminant de la crise des subprimes en 2008-2009. Suite à la faillite de Lehman Brothers, de plus en plus d'institutions financières et bancaires admettent qu'elles sont affectées par la dépréciation des titres financiers adossés au marché immobilier. Les actions des banques américaines comme Citigroup ou Bank of America chutent de près 70 %. David Tepper s'y intéresse

attentivement malgré les mises en garde de ses propres investisseurs ou de son courtier qui lui déclare que «aucun des gros acteurs financiers n'est acheteur de valeurs bancaires en ce moment». L'heure est en effet à la nationalisation des banques et tout laisse à penser que celles-ci peuvent faire faillite. Entre février et mars 2009, il acquiert des actions de ces deux banques, les premières pour moins d'un dollar et les secondes pour moins de quatre dollars. Il les revendra en quelques mois en multipliant sa mise par quatre. Son fonds réalisera une performance exceptionnelle de + 120 % en 2009.

L'acquisition d'actifs décotés est une stratégie qui concerne plusieurs types d'actifs : les actions, les parts de sociétés non cotées, les obligations et l'immobilier. Cette stratégie est principalement appliquée pour acquérir des obligations, c'est-à-dire de la dette, de sociétés en difficulté. On appelle décoté un actif dont le prix s'est fortement déprécié non pas à cause des conditions du marché mais à cause de sa situation financière propre. C'est le cas par exemple lorsqu'une entreprise émet des obligations pour financer ses activités et se trouve dans l'incapacité de faire face à tout ou partie de ses engagements (non remboursement des intérêts ou du principal).

Un actif en difficulté est une source d'inquiétude pour les investisseurs qui peuvent perdre une part plus ou moins importante de leur investissement. Ces investisseurs sont enclins à vendre leurs actifs à d'autres investisseurs prêts à courir le risque de perte totale de la valeur de l'investissement contre une décote importante sur le prix de cession de l'actif. Si l'actif ne fait pas faillite, le retour sur investissement est alors très important. Le prix de cession est généralement très avantageux, et il l'est d'autant plus que le risque encouru est élevé. Le prix de cession reflète ainsi le pessimisme des investisseurs sur la viabilité de l'investissement.

Une stratégie d'acquisition de dette décotée peut s'avérer financièrement intéressante pour un investisseur avec une grande tolérance au risque dans la mesure où la législation existante protège les sociétés avec des procédures de sauvegarde. L'acquéreur de dette obligataire est par ailleurs prioritaire sur d'autres types de créanciers comme le propriétaire des titres de la société.

Il existe des possibilités avantageuses d'investissement en période de crise. Ce fut le cas lors de la crise des dettes souveraines affectant certains pays européens. Les investisseurs intéressés par ce type d'actifs se porteront d'autant plus naturellement sur les dettes de pays émergents, ou d'entreprises qui y sont situées, en Asie, Europe de l'Est ou encore Amérique Latine qui connaissent des crises, et donc des défauts de paiement réguliers.

D'autres possibilités sont ouvertes avec les institutions financières ou les fonds d'investissement qui peuvent parfois être forcés de vendre leurs actifs qui connaissent des difficultés et sont ainsi exposés à des risques importants. Les institutions financières ne peuvent pas déterminer des actifs dont la qualité de crédit est inférieure à certains seuils ou lorsqu'elles veulent garder certains ratios de liquidités. Les fonds d'investissement sont obligés de conserver les ratios d'investissement qui sont annoncés dans leurs notices d'information

Le point primordial de cette stratégie est l'évaluation du prix d'acquisition des actifs décotés. Lorsqu'une société est en difficulté, il arrive un moment où les investisseurs dont l'aversion au risque est importante font abstraction des considérations économiques. Leur préoccupation majeure devient de se débarrasser d'un actif qui porte en lui le risque d'une faillite. La stratégie de l'investisseur qui souhaite investir dans ce type d'actifs est donc de conserver une approche rationnelle dans le processus de sélection et de négociation, au-delà de toute considération émotionnelle. Lorsque les émotions de l'investisseur entrent en ligne de compte, le prix ne reflète plus nécessairement les risques encourus.

L'investisseur aura tout intérêt à diversifier cette stratégie sur un grand nombre d'actifs.

Cette stratégie demande une grande rigueur dans l'analyse des chances de redressement de l'actif en difficulté. Il est en effet crucial de s'assurer qu'il existe bel et bien une possibilité d'obtenir un remboursement. L'investisseur doit évaluer le business plan, les rapports financiers, les flux de trésorerie de la société concernée. Il s'agit bien plus d'investir dans des sociétés qui ont des chances certaines de succès, avec un doute

éventuel sur le moment de ce redressement, que d'investir dans des sociétés condamnées par leur mauvaise gestion. L'investisseur rencontrera les fournisseurs de la société, l'équipe de gestion ainsi que les autres créanciers pour avoir l'image la plus fidèle de la réalité de la situation de l'entreprise.

La stratégie de sortie de ce type d'investissement peut être aussi bien une restructuration de la dette qu'une vente de certains actifs ou une amélioration des conditions de crédit. L'investisseur pourra par exemple accepter des obligations convertibles qui lui permettront, en cas de redressement, de transformer les obligations en actions de la société, avec à la clé une plus-value plus élevée.

Il est essentiel de comprendre ce qui peut permettre à l'actif de se relever. Dans le cas de la crise des subprimes, les valeurs financières présentaient un risque très élevé. La réflexion des investisseurs comme David Tepper était notamment de se dire que le gouvernement américain ne pouvait pas permettre d'abandonner le secteur financier dans son intégralité.

Prenons l'exemple d'une société dont la dette est de 20 millions d'euros. Supposons qu'elle rencontre des difficultés à rembourser cette dette. Après défaut, un investisseur, ou plusieurs investisseurs syndiqués dans un fonds, pourrait acquérir cette dette à 30 % de la valeur totale (soit 7 millions d'euros). Si cette société parvient au final à rembourser cette dette, le gain est conséquent (13 millions d'euros). Bien évidemment, c'est une approche très risquée.

▣ **Les risques de la stratégie d'acquisition d'actifs en difficultés**

La stratégie d'actifs décotés est une stratégie particulièrement risquée dans la mesure où les investisseurs peuvent perdre la totalité de leur investissement. Une difficulté supplémentaire qui s'ajoute aux risques inhérents à cette approche concerne la source des investissements. Il peut être ardu de repérer les actifs décotés qui offrent de belles perspectives à l'investisseur. L'information est souvent partagée par un cercle

restreint d'initiés. Notons par ailleurs que ce type d'actifs est souvent très peu liquide, il est donc difficile de les revendre à d'autres investisseurs. Cette stratégie s'adresse donc à des investisseurs qui savent garder le contrôle de leurs émotions.

Conclusion

Au fil de la lecture de cet ouvrage, le lecteur aura progressivement noté qu'il existe un grand nombre d'approches, ou de stratégies d'investissement, qui se distinguent autant par le type d'actifs sur lesquels elles reposent que par les techniques employées pour obtenir des résultats positifs. Il n'aura pas échappé au lecteur que les performances extraordinaires obtenues par les grands investisseurs sont non seulement le fruit des stratégies qu'ils mettent en œuvre mais également le résultat de leur maîtrise des mécanismes de la finance et de l'économie. Il ne s'agit donc pas de déduire que tout investisseur qui emploierait les stratégies mentionnées dans cet ouvrage obtiendrait les mêmes performances. Ne rêvons pas !

Pour autant, la déduction inverse serait tout aussi erronée. Il ne faudrait pas croire que ces stratégies sont l'apanage de stars de la finance et exigent l'adresse d'un pilote de formule 1.

Les stratégies d'investissement des grands investisseurs demandent des connaissances pointues mais accessibles à tout un chacun. Elles exigent la conviction profonde de la part des investisseurs qu'il est possible d'obtenir une performance supérieure à celle de l'ensemble des marchés financiers.

S'il souhaite gérer ses capitaux, l'investisseur a bien entendu la possibilité de les confier à un gestionnaire d'actifs. Nous ne pouvons que suggérer de s'adresser à des professionnels expérimentés aux résultats éprouvés. Dans le cas où il ne souhaiterait pas confier la gestion de ses actifs à un tiers, l'investisseur devra alors acquérir les connaissances nécessaires à la mise en application de ces stratégies.

Nous recommandons aux investisseurs qui souhaiteraient utiliser certaines des approches exposées précédemment de les étudier progressivement et minutieusement. L'investisseur se sentira certainement plus à l'aise avec l'une ou l'autre des stratégies et il pourra ainsi poursuivre ses recherches en s'orientant vers des manuels spécialisés sur la stratégie qu'il souhaite maîtriser.

Ce travail patient est un passage obligatoire pour devenir soi-même un grand investisseur. C'est d'ailleurs celui qu'ont emprunté tous les grands investisseurs avant de devenir les gérants stars qu'ils sont aujourd'hui. Ils ont soit passé du temps à étudier les meilleurs avant eux, soit pris le temps de se plonger dans la littérature financière existante : Warren Buffett a appris de Benjamin Graham, Paul Tudor Jones a longuement étudié le comportement des autres traders, Kenneth Griffin a consacré du temps à la recherche en théorie financière pour parfaire les modèles d'évaluation des obligations convertibles.

Si nous devons sélectionner une seule leçon d'investissement, c'est tout naturellement que nous nous référerions à la maxime de Benjamin Franklin qui a un jour déclaré que l'investissement qui paie les meilleurs dividendes est l'investissement dans la connaissance. Espérons que ce livre y aura contribué.

Classement de la fortune des investisseurs cités dans cet ouvrage (chiffres au 30/10/2016)

Warren Buffett	64 800 000 000 dollars
George Soros	24 900 000 000 dollars
Ray Dalio	15 900 000 000 dollars
Carl Icahn	15 700 000 000 dollars
John Templeton	13 000 000 000 dollars
David Tepper	11 400 000 000 dollars
John Paulson	8 600 000 000 dollars
Ken Griffin	7 500 000 000 dollars
Bruce Kovner	5 300 000 000 dollars
Sam Zell	4 700 000 000 dollars
Paul Tudor Jones	4 600 000 000 dollars
Peter Thiel	2 700 000 000 dollars
Tom Steyer	1 600 000 000 dollars
Jim Chanos	1 500 000 000 dollars
Peter Lynch	352 000 000 dollars
John Bogle	< 100 000 000 dollars
David Swensen	< 100 000 000 dollars
Nassim Taleb	< 100 000 000 dollars
Alfred Winslow Jones	< 100 000 000 dollars

Non classés : Fonds souverains du Qatar, Fonds souverain de la Norvège, KKR.

Glossaire

Actions préférentielles : Les actions préférentielles donnent des avantages particuliers à leur détenteur (par exemple un dividende majoré ou un droit de contrôle spécifique).

Biais émotionnel : On parle de biais émotionnel lorsqu'un investisseur est influencé dans ses choix d'investissement par des facteurs irrationnels liés à ses perceptions.

Chevalier blanc : Un chevalier blanc est une société qui prend des participations dans une société, elle-même sur le point d'être acquise contre son gré par une troisième.

Classe d'actifs : Les classes d'actifs regroupent des investissements qui présentent les mêmes caractéristiques.

Contrat de future : Le contrat de future est un accord légal conclu entre deux parties dont l'objet est l'acquisition ou la vente d'une matière première ou d'un instrument financier à une date convenue entre les parties.

Credit Rating : Le credit rating, ou qualité du crédit, mesure la capacité d'un émetteur à remplir ses obligations de paiement.

Dette mezzanine : La dette mezzanine est le capital qui se situe entre les fonds propres et la dette classique.

Devises de carry : Les devises de carry sont celles dont le taux d'intérêt est important et dans lesquelles il est intéressant d'investir. Parmi elles, on trouve généralement les devises des pays émergents.

Devise de funding : Les devises de funding sont celles dont le taux d'intérêt est faible et dans lesquelles il est donc intéressant d'emprunter.

Disruptif : Disruptif est un anglicisme utilisé dans le monde des capital-risqueurs qui signifie «technologie de rupture» ou «innovation technologique».

Due Diligence : L'établissement d'un Due Diligence consiste à réunir toutes les informations disponibles sur une société afin de mesurer les risques de l'investissement.

Fonds indiciel : Un fonds indiciel est un fonds de placement qui réplique un indice boursier. Il est coté une fois par jour.

Frontière efficiente : La frontière efficiente est la courbe dessinée par l'ensemble des couples risque/rendement optimaux.

Horizon d'investissement : C'est la durée originelle pendant laquelle l'investisseur souhaite conserver son investissement.

Indice boursier : Un indice boursier est un indicateur qui mesure l'évolution de la performance d'un marché financier spécifique.

Indice de volatilité : L'indice de volatilité (VIX) est un indicateur qui mesure la volatilité du marché sur une période de 30 jours.

IPO (Initial Public Offering) : (*voir aussi Pré-IPO*)

Licornes : Les licornes sont les start-ups valorisées à plus d'un milliard de dollars.

Long/short Equity :

Marché à terme : Le marché à terme est un marché financier sur lequel s'échangent les contrats de futures. Le plus important d'entre eux est le Chicago Mercantile Exchange (CME).

Mark-to-model : C'est un modèle comptable de valorisation des investissements en fonction de modèles financiers.

Moyenne mobile : C'est un indicateur reflétant la valeur moyenne d'un titre sur une période donnée.

Obligation convertible : Une obligation convertible est une obligation d'entreprise offrant à son détenteur l'option d'obtenir son remboursement en actions.

Obligations à haut rendement : Les obligations à haut rendement sont des titres financiers qui, compte tenu de leur risque, versent un coupon important.

OCEANE : Acronyme de Obligations Convertibles ou Echangeables en Actions Nouvelles ou Existantes.

OPA inamicale : Une OPA inamicale est une offre publique d'achat sans l'accord des dirigeants de la société.

Option : Une option un produit dérivé sous forme de contrat qui donne le droit d'acheter ou de vendre un titre financier (sous-jacent) à un cours déterminé pendant une période donnée.

Pair Trading : On assimile parfois le pair trading au long/short equity classique. Si le pair trading fait effectivement appel à l'acquisition d'actions simultanée à leur vente à découvert, elle consiste néanmoins à acquérir, dans un même secteur, les sociétés qui ont le moins bien performé pour vendre celles qui ont le mieux performé en espérant une convergence de leur valorisation.

Pilule empoisonnée : Une pilule empoisonnée ou « Poison Pill » est une tactique financière qui consiste à décourager une OPA inamicale. Elle permet à des actionnaires d'acheter des actions à un prix préférentiel ce qui rend la tentative d'OPA plus difficile et onéreuse.

Pré-IPO (Initial Public Offering) : Le terme Pré-IPO correspond au placement effectué par une société auprès d'investisseurs avant son introduction en bourse.

Pré-money/post-money : Les expressions pré-money ou post-money renvoient à la valorisation d'une société. Une valorisation pré-money est une valorisation avant la levée de fonds.

Price Earning Ratio (PER) : Le Price Earning Ratio est le ratio du cours de l'action sur son bénéfice par action.

Price Earning to Growth Ratio (PEG) : Le ratio PEG est le ratio PER sur la croissance des bénéfices d'une année sur l'autre.

Price to Book ratio : Le ratio Price to Book est la valeur boursière de la société sur sa valeur comptable.

Ratio de liquidité générale : Le ratio de liquidité générale est le rapport entre les actifs circulant et les dettes à moins d'un an.

Real Estate Investment Trust: Un REIT est une société de droit américain qui détient des biens immobiliers dans le but de verser des loyers (des revenus) à ses actionnaires.

Rentabilité des capitaux propres: La rentabilité des capitaux propres (ROE pour *Return on Equity*) est le ratio entre le résultat net et les fonds propres.

Risque de change: Le risque de change est celui de voir la valeur d'un actif financier se déprécier ou s'apprécier lorsque celui-ci est libellé dans une devise étrangère.

Risque de liquidité: Un investissement est dit liquide s'il peut se revendre rapidement sans dépréciation de sa valeur de marché.

Risque de volatilité: Le risque de volatilité est l'incertitude autour de l'ampleur de la variation du cours des actifs. Plus la volatilité d'un actif est importante, plus l'ampleur de la variation de son cours est importante.

SCPI (Société Civile de Placement Immobilier): Une SCPI est une société civile qui détient et gère des biens immobiliers professionnels. Elle verse des loyers à ses associés.

Séries À/B: Les séries À/B correspondent au nombre de financements qu'a reçu une start-up après avoir obtenu son capital d'amorçage. Une série B correspond à la troisième fois que la société reçoit des capitaux.

Société holding: Une société holding est une société dont la vocation exclusive est de détenir des titres financiers.

Spin-off: Un spin-off est la création d'une nouvelle entité juridique indépendante sur la base de la scission d'une branche ou d'une activité de la société mère.

Stratégie d'investissement passive: C'est une stratégie d'investissement qui ne requiert pas ou peu l'intervention d'un gérant.

Subprime: Les prêts dit «subprime» sont des prêts financiers accordés par des institutions de crédit à des emprunteurs dont la capacité de remboursement est plus risquée que la moyenne.

Théorie des marchés efficients: Selon cette théorie, les marchés reflètent pleinement la valeur des actifs dans la mesure où l'information est partagée par tous les intervenants.

Théorie Moderne du Portefeuille : Selon cette théorie, une diversification intelligente du portefeuille d'actifs permet d'augmenter sa rentabilité globale.

Trackers : Les trackers (en anglais ETF pour *Exchange Traded Fund*) sont des instruments financiers cotés en continu qui répliquent un indice boursier.

Variance : La variance est la mesure statistique qui caractérise la dispersion d'une variable autour de sa moyenne.

Remerciements

La rédaction d'un ouvrage, entreprise aussi solitaire soit-elle, ne peut se réaliser sans le concours et les encouragements d'un grand nombre de personnes. S'il paraît difficile de toutes les remercier ici, j'aimerais souligner l'apport inestimable à la fois par leurs conseils judicieux, leur relecture minutieuse et leur soutien moral des personnes suivantes : Ekaterina Shchipkova, Patrice Bougon, Patrick Longuet et Elisabeth Teiro.

Bibliographie

Ang, Andrew : *Asset Management : À Systematic Approach to Factor Investing*, Oxford University Press, 2014

Autier, Gérald : *Savoir Investir*, Editions Maxima, 2015

Bernstein, William, *The Intelligent Asset Allocator*, McGraw-Hill Education, 2000

Bogle, John : *Common Sense on Mutual Funds*, Wiley, 2009

Burrough, Brian ; Helyar John : *Barbarians at the gate : the fall of RJR Nabisco*, Harper Business, 2009

Campbell, John Y. & Viceira, Luis M. : *Strategic Asset Allocation*, Oxford University Press, 2002

Covel, Michael W. : *Trend following*, FT Press 2009

Dreman, David : *Contrarian Investment Strategies*, Free Press, 1998

El-Erian, Mohamed A. : *The Only Game in Town : Central Banks, Instability, and Avoiding the Next Collapse*, Random House, 2016

Faber, Meb : *Invest with the house*, Faber, 2016

Finkel, Robert : *The Masters of Private Equity and Venture Capital : Management Lessons from the Pioneers of Private Investing*, McGraw-Hill Education, 2009

Graham, Benjamin : *The Intelligent Investor*, First Collins business essentials, 2006

Laye, Sébastien : *Stratégies d'Investissements dans les Hedge Funds*, Ellipses, 2012

Lynch, Peter : *One Up on Wall Street*, Simon & Schuster, 2000

Malkiel, Burton G. : *Une marche au hasard à travers la bourse*, Valor, 2005

Mallabay, Sebastian : *More Money Than God*, Penguin Books, 2011

Marks, Howard : *The Most Important Thing : Uncommon Sense for the Thoughtful Investor*, Colombia Business School Publishing, 2011

McLean, Bethany & Elkind, Peter : *The Smartest Guys in the Room : The Amazing Rise and Scandalous Fall of Enron*, Portfolio, 2013

Montier, James : *The Little Book of Behavioral Investing*, Wiley, 2010

Perold, Andre F. & Howard, Robert : *Case Study : Farallon Capital Management Risk Arbitrage*, Harvard Business School, 1998

Reese, John : *The Guru Investors*, Wiley, 2009

Schroeder, Alice : *Warren Buffett, l'effet boule de neige*, Valor, 2010

Schwager, Jack D. : *Market Wizards*, Wiley, 2012

Soros, George : *L'Alchimie de la Finance*, Valor, 1998

Stevens, Mark : *King Icahn, The Biography of Renegade Capitalist*, CSIPP, 2014

Swensen, David : *Gestion de portefeuilles institutionnels*, Maxima, 2009

Taleb, Nassim Nicholas : *Le Hasard Sauvage*, Les Belles Lettres, 2009

Taleb, Nassim Nicholas : *Le Cygne Noir*, Les Belles Lettres, 2010

Thiel, Peter : *Zero to One : Notes on Startups, or How to Build the Future*, Crown Business, 2014

Zuckerman, Gregory : *The Greatest Trade Ever : The Behind-the-Scenes of How John Paulson Defied Wall Street and Made Financial History*, Crown Business, 2010

Webographie

Lien et dernière date d'accès

<http://www.wsj.com/articles/SB10001424052748703574604574499740849179448> – juillet 2016

<https://www.bridgewater.com/research-library/the-all-weather-strategy/> – juillet 2016

www.nbim.no/en/the-fund, août 2016

<https://www.vanguard.com/pdf/icrpr.pdf> – août 2016

<http://cgt.columbia.edu/wp-content/uploads/2013/12/SWF-Governance-for-a-Long-Term-Investment-Horizon.pdf> – août 2016

<https://www.vanguard.com/pdf/ISGQVAA.pdf> – septembre 2016

<https://dl.dropboxusercontent.com/u/34756354/The%20Grave%20Dancer%20Sam%20Zell%201976%20Real%20Estate%20Review.pdf> – septembre 2016

<https://yalealumnimagazine.com/articles/3737-the-fraud-detective> – septembre 2016

« Dans le contexte actuel où l'épargne sans risque n'est plus rémunérée et où la délivrance pérenne d'une performance positive semble une gageure, le lecteur pourra s'inspirer de ces diverses stratégies d'investissement qui incitent à être actif, critique et créatif dans la gestion de sa propre épargne ou pour compte de tiers. »

*Extrait de la préface de Christian Gueugnier
Co-fondateur et dirigeant de La Financière de l'Echiquier*

Quiconque s'intéresse sérieusement aux stratégies d'investissement et aux mécanismes financiers qui les sous-tendent doit **comprendre ce qui a fait le succès des plus grands investisseurs**, tout comme un apprenti pianiste ou tennisman s'inspirerait des stars du domaine.

L'auteur montre que les grands investisseurs utilisent des stratégies d'investissement parfaitement cohérentes, applicables par le plus grand nombre et tenant compte du fait que, sur les marchés financiers, avoir raison trop tôt c'est avoir tort.

Ayant vocation à apporter au lecteur une connaissance approfondie des stratégies d'investissement utilisées par ceux qu'elles ont rendu célèbres, cet ouvrage présente les différentes techniques par ordre de complexité croissante. Au terme de sa lecture, l'investisseur pourra choisir ou non de les mettre en œuvre, voire de les adapter, mais, dans tous les cas, il disposera d'une **abondante source de connaissances** et d'une **large palette de techniques pour augmenter ses performances**.

24,50 € TTC

ISBN : 9782840018988



9 782840 018988

www.maxima.fr

Suivez-nous sur twitter : @maximaediteur

Rejoignez-nous sur facebook.com/EditionsMaximaVieProfessionnelle

